

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Ettevõtetmajanduse instituut

Jaanus Kariler

DIVIDENDIPOLIITIKA EESTI ETTEVÕTETES

Magistritöö ärijuhtimise magistri kraadi taotlemiseks ärijuhtimise erialal

Juhendaja: dotsent Priit Sander

Tartu 2013

Soovitan suunata kaitsmisele
(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ “ 2013.a.

..... õppetooli juhataja

.....
(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....
(töö autori allkiri)

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Dividendipoliitika teoreetilised alused.....	7
1.1. Dividendipoliitika üldine eesmärk ja teooriad.....	7
1.2. Dividendipoliitikad ja seda mõjutavad tegurid	17
1.3. Dividendide maksmise võimalused.....	27
2. Eesti ettevõtete dividendipoliitika empiiriline analüüs.....	36
2.1. Dividendide dünaamika analüüs agregeeritud andmete alusel	36
2.2. Dividendide dünaamika analüüs ettevõttepõhiste andmete alusel.....	42
2.3. Väljamakseid mõjutavate tegurite iseloomustus.....	50
2.4. Väljamakseid mõjutavate tegurite korrelatsiooni- ja regressioonianalüüs	54
Kokkuvõte	67
Viidatud allikad	73
Lisad.....	79
Lisa 1. Eesti ettevõtete poolt väljakuulutatud dividendid majandusharude lõikes aastatel 2005–2011, mln EUR.	79
Lisa 2. Eesti ettevõtete puhaskasumid majandusharude lõikes aastatel 2005–2011, mln EUR.	80
Lisa 3. Mudeli lnDIVSUM korrelatsioonimaatriks.	81
Lisa 4. Mudeli DIVOMA korrelatsioonimaatriks.....	83
Lisa 5. Mudeli DIVKORD1 korrelatsioonimaatriks.....	85
Lisa 6. Mudeli DIVKORD2 korrelatsioonimaatriks.....	87
Lisa 7. Mudeli lnOMASUM korrelatsioonimaatriks.	89
Summary	91

SISSEJUHATUS

Dividendide ja teiste väljamaksete seaduspärasuste ja teooriate uurimisega on majandusteadlased põhjalikumalt tegelenud alates möödunud sajandi keskpaigast. Seda küll põhiliselt arenenud lääneriikides, kus dividendide pikk ajalugu on seda võimaldanud. Põhiliseks uurimisprobleemiks on olnud küsimus, kas ja kuidas mõjutab dividendipoliitika ettevõtte väärtust ja selle kaudu ka omanike rikkust ning millised tegurid mõjutavad dividendipoliitikat. Eesti ettevõtete baasil on dividendialaseid uurimustöid tehtud oluliselt vähem kui arenenud riikides. Põhjuseks meie kaasaegse ettevõtluse lühike tegevusajalugu, mille alguseks võib sisuliselt lugeda taasiseseisvumisaja algust. Aasta-aastalt koos Eesti ettevõtluse arenemisega on ka üha rohkem siinseid ettevõtteid hakanud dividende maksma ja muid väljamakseid teostama, mis võimaldab ka Eesti ettevõtete dividendipoliitikat põhjalikumalt analüüsida. Töö teema valiku peamiseks põhjuseks võibki pidada väheste dividendialaste uurimustööde olemasolu ning dividendide ja muude väljamaksete olulisuse tõusu ettevõtete rahavoogudes. Seetõttu on dividendipoliitika omandanud üha tähtsama koha ettevõtetes ja dividendidega seotud otsused on saanud oluliseks osaks ettevõtete juhtimisprotsessides.

Käesoleva magistritöö eesmärgiks on Eesti ettevõtete dividendipoliitikat mõjutavate olulisemate tegurite väljaselgitamine. Dividendipoliitika all mõistetakse käesolevas töös selle laiemat tähendust, muuhulgas sisaldab see ka omaaktsiate tagasiostu, kui samuti ühe väljamakseviisi, aspekte. Analüüsiprotsessis on põhilisteks mõjuteguriteks võetud ettevõtete finantsaruannetest saadud finantstegurid, vähesel määral ka teised ettevõtetega seotud mittefinantsilised näitajad.

Püstitatud eesmärgi saavutamiseks on seatud järgmised põhilised uurimisülesanded:

- dividendipoliitikate teoreetiliste seisukohtade ja teooriate uurimine ja süstematiseerimine ning dividende iseloomustavate üldiste omaduste väljatoomine;
- dividendipoliitika mõjutegurite analüüs, tuginedes olemasolevatele uurimustele;
- dividendimaksete ja nende alternatiivide analüüs;
- dividendimaksete dünaamika analüüs Eesti ettevõtetes perioodil 2000–2011 agregeeritud andmete baasil;
- kirjeldava statistika ning korrelatsiooni- ja regressioonianalüüsi teostamine Eesti ettevõtete finants- ja muude näitajate baasil perioodil 2008–2011;
- korrelatsiooni- ja regressioonianalüüsi tulemuste selgitamine, väljamakseid mõjutavate tegurite väljatoomine ja analüüs, nende võrdlemine varasemate uurimustega.

Magistritöö on jaotatud kaheks peatükiks, millest esimene analüüsib dividendipoliitika teoreetilisi aspekte ja teine osa koosneb empiirilisest analüüsist. Esimeses osas käsitletakse dividendipoliitika teoreetilisi aluseid, selgitatakse, milliseid otsuste etappe tuleb läbida, jõudmaks dividendiotsusteni. Töös tuuakse välja dividendipoliitika üldised eesmärgid, dividendipoliitika alused ja terminid, analüüsitakse dividendipoliitika enamlevinumaid teooriaid. Lisaks analüüsitakse dividendide maksmise võimalusi ja nende alternatiive, tuuakse välja nende eelised ja puudused. Analüüsitakse ka dividendipoliitikat mõjutavaid ettevõtte siseseid ja väliseid tegureid.

Teoreetilises osas kasutatakse põhiliselt selliste andmebaaside nagu EBSCO, JSTOR, Econpapers, Emerald ja SSRN teemakohaseid teaduslikke artikleid. Kasutatud eestikeelsete algmaterjalide osakaalu võib lugeda vägagi tagasihoidlikuks, kuna antud valdkonna artikleid ja uurimusi on Eestis ilmunud vähe. Peamistest teadusajakirjadest on võib esile tuua *Journal of Financial Economics*, *Journal of Business*, *The Journal of Finance*, olulisematest autoritest Baker, Bhattacharya, Damodaran, Dittmar, Grullon, Jagannathan, Miller, Modigliani.

Empiiriline osa on jaotud neljaks alapeatükiks. Esimeses osas uuritakse ja analüüsitakse Eesti ettevõtete dividendide muutusi ja trende viimastel aastatel, püütakse leida

muutustele põhjuseid. Võimaluse korral võrreldakse näitajaid teiste riikide omadega. Analüüsiks kasutatakse Statistikaameti andmebaasist saadud Eesti ettevõtete agregeeritud andmeid perioodil 2005–2011. Antud aruanne võimaldab muuhulgas võrrelda dividendide maksmist erinevates majandusharudes ja võrrelda seda ettevõtete teiste finantsnäitajatega. Lisaks kasutatakse Statistikaameti aruannet perioodil 2000–2011 väljakuulutatud dividendide kohta koos ettevõtete puhaskasumi, omakapitali ning raha ja pangakontode seisu kohta Eestis, mida samuti võrreldakse võimaluse korral välisriikide näitajatega. Algselt Eesti kroonides olnud rahalised suurused on väljendatud eurodes.

Empiirilise osa teises, kolmandas ja neljandas alapeatükis kasutatakse andmete allikana Tartu Ülikooli Majandusteaduskonna käsutuses olevat Äriregistri andmebaasi Eesti ettevõtete kohta perioodil 2003–2011. Põhiliselt kasutatakse antud perioodist aastaid 2008–2011, kuna nende aastate kohta on olemas väljamaksete summad rahavoogude aruandest. Käesoleva töö üks erinevusi eelnevatest samalaadsetest töödest on selles, et alates 2008. aastast on andmebaasist võimalik saada lisaks dividendisummadele ka omaaktsiate tagasiostu summad, mis võimaldab uurida neid mõlemaid mõjutavaid tegureid. Perioodi 2003–2007 andmeid kasutatakse osade mõjutegurite arvutamiseks. Saadud andmete alusel analüüsitakse väljamaksete seoseid finants- ja muude näitajatega. Selleks teostatakse korrelatsiooni- ja regressioonianalüüs, kus sõltuvaks muutujaks on kas dividendisummad, dividendisummadest moodustatud suhtarvud või omaaktsiate tagasiostu summad, sõltumatuteks muutujateks väljamaksete suuruseid mõjutavad tõenäolised finantsnäitajad ja muud tegurid. Alapeatüki lõpus võrreldakse käesoleva töö tulemusi teiste samalaadsete Tartu Ülikoolis kaitstud üliõpilastöödega.

Sissejuhatuse lõpetuseks soovib autor tänada oma juhendajat, dotsent Priit Sanderit tõhusa koostöö ning suunamise ja asjalike märkuste eest, mis aitasid oluliselt kaasa käesoleva töö kvaliteedi tõstmisele. Samuti tänusõnad vanemteadur Jaan Massole Äriregistri andmete ettevalmistamise eest.

1. DIVIDENDIPOLIITIKA TEOREETILISED ALUSED

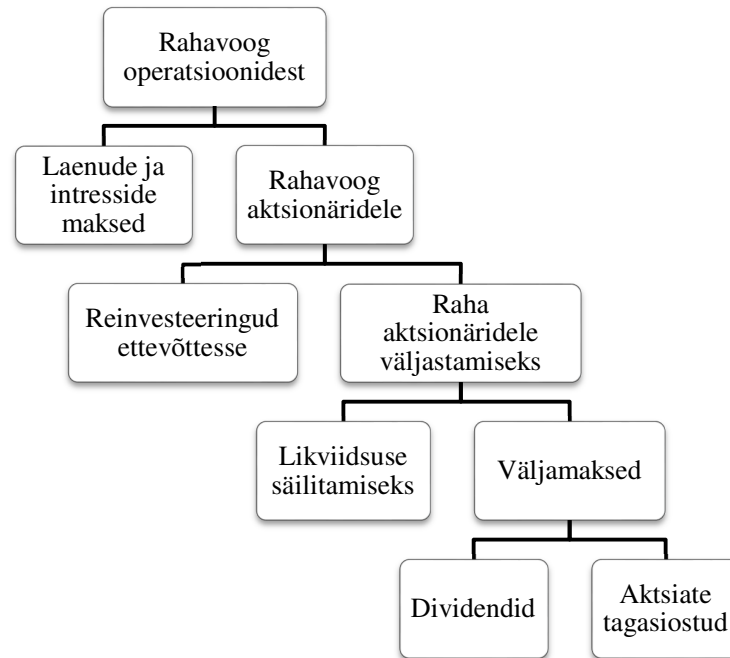
1.1. Dividendipoliitika üldine eesmärk ja teooriad

Üldlevinud seisukoha järgi on ettevõtte tegutsemise peamiseks eesmärgiks ettevõtte omanike rikkuse maksimeerimine. Omanike rikkuse kasv avaldub peamiselt kas kapitali kasvu või dividendimaksete kaudu. Rikkuse kasvu ettevõttes juhitakse kolme liiki otsuste kaudu: investeerimisotsused, finantseerimisotsused ja otsused dividendide kohta, mida määrab ettevõtte dividendipoliitika. Neist esimesed, investeerimisotsused, määravad ära ettevõtte bilansi varade poole kirjete suuruse ja struktuuri ning teised, finantseerimisotsused, omakorda kohustuste poole kirjete suuruse ja struktuuri. Otsused dividendide kohta kuuluvad seega samuti ühe osana finantseerimisotsuste hulka, kuid nende olulisuse tõusust tingituna on neid mitmetes käsitlustes võetud siiski eraldi otsuste grupina (Lease *et al.* 2000: xi; Damodaran 2012).

Definitsiooni järgi nimetatakse dividendipoliitikaks ettevõtte põhjendatud ja süstemaatiliste otsuste kogumit, mis määrab ära kas, kuidas ning kui suures mahus teeb ettevõtte väljamakseid oma aktsionäridele (Finantsjuhtimise käsiraamat 2005). Autor lisaks siia veel dividendide ajalise mõõtme, ehk siis millal on planeeritud dividendimaksed. Dividendid on aktsionäridele kuuluv kasumiosa, mis makstakse neile välja kas rahas või väljastatakse aktsiatena (Bõtskova, Teearu 1997: 119). Tulumaksuseaduse §18 lõige 2 järgi on dividendid defineeritud järgmiselt: dividend on väljamakse, mida tehakse juriidilise isiku pädeva organi otsuse alusel puhaskasumist või eelmiste majandusaastate jaotamata kasumist ning mille aluseks on dividendi saaja osalus juriidilises isikus (aktsiate või osade omamine, täis- või usaldusühingu osanikuks või tulundusühistu liikmeks olemine või muud osaluse vormid vastavalt äriühingu asukohamaa seadustele) (Tulumaksuseadus 1999).

Ettevõtte juhtkonnal tuleb dividendiotsusteni jõudmiseks läbi teha mitmed eelnevad etapid (vt. joonis 1). Peale laenu põhiosade ja intresside tasumist tuleb teha valik, kas

põhitegevuse vabad rahavood reinvesteerida või jagada osa kasumit osanikele. Seejärel on vaja leida optimaalne tasakaal summade vahel, mis jäävad ettevõttesse likviidsusvaruks ja mis jagatakse osanikele. Ning lõpuks tuleb teha valik dividendide, aktsiate tagasiostu või nende kombinatsiooni vahel, arvestades osanike eelistusi.



Joonis 1. Otsuste etapid enne dividendiotsuseid (Damodaran 2012).

Nagu jooniselt 1 näha, kuuluvad dividendiotsuste juurde ka otsused muude väljamaksete kohta aktsionäridele, näiteks otsused aktsiate tagasiostu kohta. Seetõttu on üha enam hakatud dividendipoliitikat nimetama ka väljamaksepoliitikaks, käesolevas töös kasutatakse antud mõisteid sünonüümidenä. Täpsemalt vaadeldakse erinevaid väljamaksevõimalusi alapeatükis 1.3.

Väljamaksetega seotud valikuid aitab selgitada ka joonis 2. Ettevõttes, mille investeerimisvõimalused on vähetulusad, kuid omanikele suunatud rahavoog (*FCFE - free cash flow to equity*) on suurem kui väljamaksed, on surve väljamaksete suurenemisele ja investeeringute vähenemisele. Vähetulusate projektide all mõistetakse siinkohal selliseid projekte, mille nüüdispuhasväärtus (*NPV - net present value*) on negatiivne. Tulusate projektide puudumisel ja juhul, kui väljamaksed ületavad

omanikele suunatud rahavoogu, on ettevõtte juhtkonnal surve väljamaksete kärbetele ja investeeringute vähenemisele. Väljamakseid tuleks vähendada ja investeeringuid suurendada, kui väljamaksed ületavad omanikele suunatud rahavoogu ja on olemas tulusad investeerimisprojektid.

	Halvad investeerimis- võimalused	Head investeerimis- võimalused
Väljamaksed < FCFE	Surve väljamaksete suurenemisele	Pandlikkus dividendi- poliitikas
Väljamaksed > FCFE	Surve väljamaksete ja investeeringute vähenemisele	Väljamaksete vähendamise vajadus

Joonis 2. Dividendimaatriks (Damodaran 2001:698).

Dividendipoliitika on ettevõttele oluline järgmistel põhjustel (Ioanas *et al.* 2009: 83):

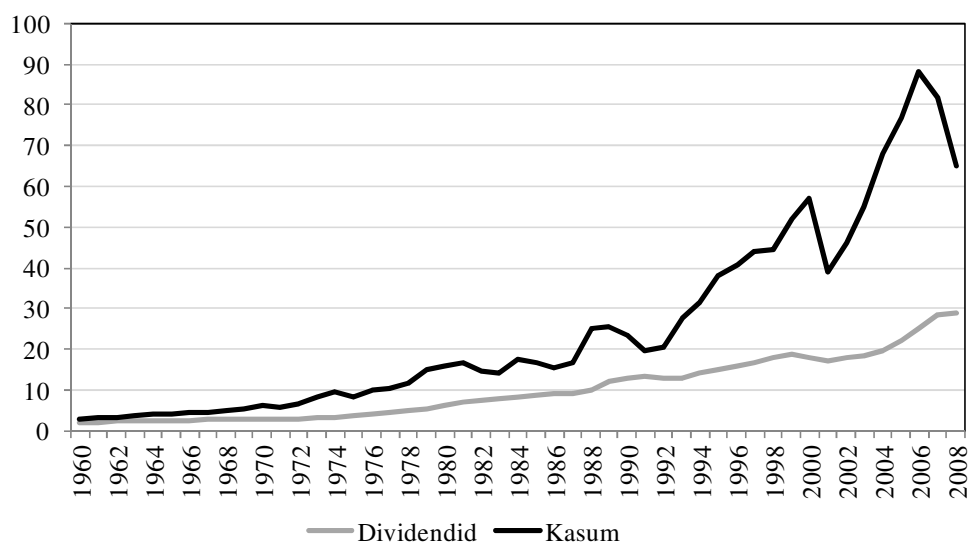
- Dividendipoliitika mõjutab osanike suhtumist. Osanikud vaatavad negatiivselt ettevõtetele, kes kärbivad dividende, kuna seda seostatakse finantsraskustega. Dividendipoliitika kehtestamisel peab ettevõtte juhtkond arvestama osanike huvidega, vastasel juhul võib see viia aktsiate müügini, mis omakorda võib põhjustada aktsia hinna languse turul.
- Dividendipoliitika mõjutab ettevõtte kapitali eelarvestamist, dividendide maksmisel võib erinevate investeerimisprojektide elluviimiseks vaja minna võõrfinantseeringu abi.
- Dividendipoliitika mõjutab ettevõtte rahavoogu. Halva likviidsusega ettevõtte võib olla sunnitud dividende vähendama.
- Dividendimaksed vähendavad omakapitali, see aga tõstab võla ja omakapitali suhet, mis omakorda võib põhjustada ettevõtte turuväärtuse ja aktsiahinna langust.

Eeltoodust tulenevalt võib väita, et dividendipoliitika ja aktsionäride rikkuse, mille üheks oluliseks väljenduseks on aktsia hind, vahel on mitmed seosed, millega ettevõtte juhtkond ettevõtte dividendipoliitika kujundamisel peab arvestama.

Majandusteadlaste poolt tehtud erinevad empiirilised uuringud dividendide dünaamika osas viimastel aastakümnetel on osutanud mitmetele trendidele ja seaduspärasustele dividendide käitumises. Järgnevalt tuuaksegi välja nendest neli põhilist.

Dividendid kalduvad järgima kasumeid (Damodaran 2012). Ilmselt ei ole seos, et dividendimaksed ja kasum on pikaajalisel perioodil positiivselt korreleeruvad, üllatav, kuna dividendimaksed toimuvad ettevõtte kasumist. Antud seost kajastab joonis 3. Samas ei ole kasum siiski kõige olulisem tegur dividendide suuruse juures, Eugene F. Brigham ja Joel F. Houston (1999: 510) on oma uurimuses leidnud, et rahavoo ja dividendide vahel on seos veelgi tugevam.

Dividendid ja kasum, USD



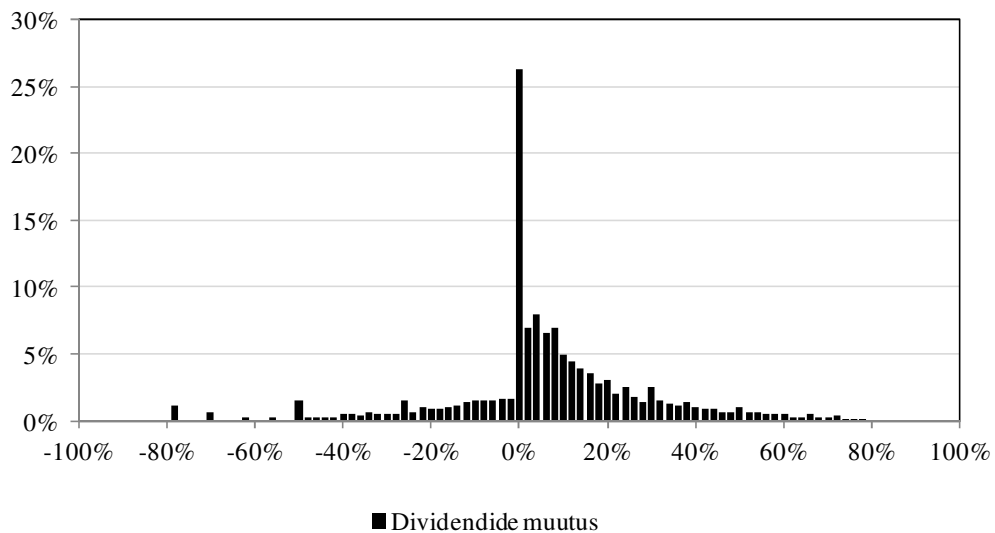
Joonis 3. Kumulatiivsete dividendide ja kasumite muutused USA börsiindeksi S&P 500 ettevõtete baasil, aastatel 1960–2008 (Damodaran 2012).

Joonist vaadates on siiski märkimisväärne, et perioodidel, kus kasum kasvab kiiresti, dividendid nii kiiresti ei kasva. John Lintner (1956: 106) on oma uurimustöös välja toonud selle põhjuseks mitu asjaolu. Ettevõtted määravad väljamakstavate dividendide

summad, arvestades pikaajalist suutlikkust maksta dividende antud tasemel. Teiseks, dividende tõstetakse juhul, kui ollakse kindlad nende maksmise suutlikkuses ka kehvematel aastatel. Kolmandaks, ettevõtete juhid on rohkem mures dividendide muutuste kui dividendide enda pärast.

Dividendid on jäigad (Damodaran 2012; Guttman *et al.* 2010: 2). Üldjuhul ettevõtted dividendide väljamakseid ei muuda, nagu kinnitavad ka mitmed uuringud. Põhjusteks on juba eelpool mainitud John Lintneri (1956: 106) uurimustöös välja toodud asjaolud. Alon Brav *et al.* (2004: 28) küsitlesid oma uurimuses ettevõtete finantsjuhte dividendipoliitikat mõjutavate tegurite kohta ja selles hinnati kõige olulisemaks väljamaksete vähendamise negatiivset mõju ning teisena eesmärki säilitada senist poliitikat. Dividendikärbete võimalikku negatiivset mõju aktsia hinnale on täheldanud ka teised majandusteadlased (Damodaran 2012). Dividendide jäikust näitab joonis 4.

Ettevõtete osakaal



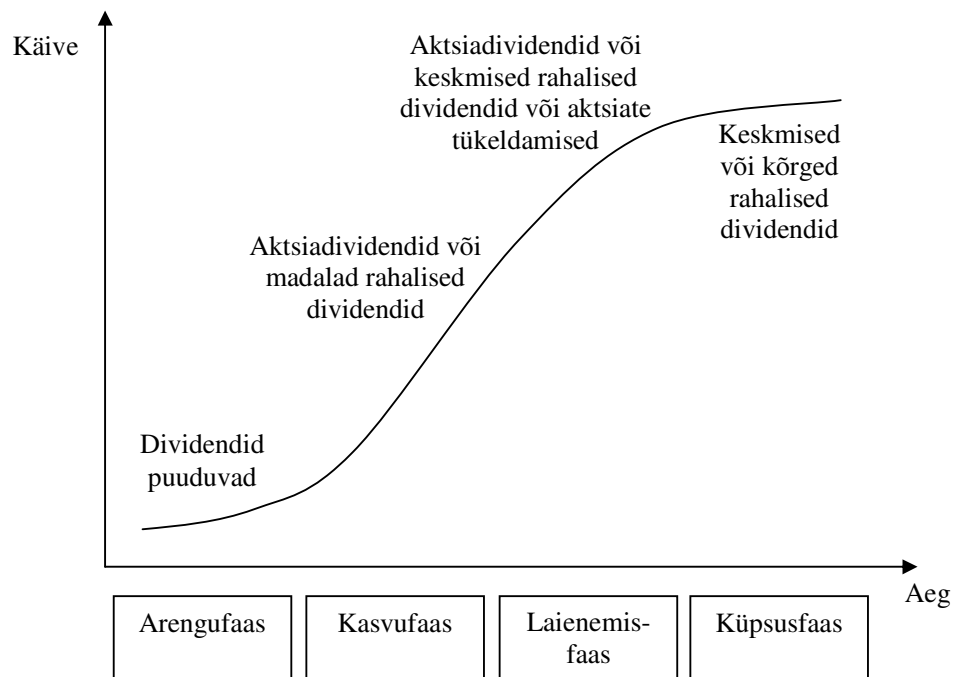
Joonis 4. Dividendimaksete muutuste jagunemine dividende maksvate ettevõtete hulgas Compustat andmebaasi põhjal aastatel 1966–2005 (Guttman *et al.* 2010: 2).

Joonis 4 näitab, et antud aastate jooksul ei ole muutnud dividende aktsia kohta umbes 26% ettevõtetest. Aluseks on võetud ettevõtted, kes on dividende maksnud vähemalt

kahel järjestikusel aastal. Samuti on jooniselt näha, et dividendimakseid suurendavaid ettevõtteid on märkimisväärselt rohkem, kui dividende vähendavaid ettevõtteid.

Dividendide muutused on ühtlasemad kui kasumi muutused. Põhjuseks asjaolu, et ettevõtted suurendavad dividende kasumi kasvades siis, kui ollakse kindlad nende väljamaksmise võimekuses pikema perioodi vältel ja vähendatakse dividende siis, kui selleks on tugev surve ettevõtte majandusnäitajate poolt. Aastate 1960–2008 kasumeid ja dividendimakseid analüüsid on leitud, et dividendimuutuste aastane standardhälve oli 5%, samas kui kasumimuutuste standardhälve oli 15% (Damodaran 2012). Mark T. Leary ja Roni Michaely (2011: 3243) poolt tehtud empiirilises uurimuses USA ettevõtete baasil viimase 80 aasta kohta jõuti järeldusele, et dividendide muutused (*dividend smoothing*) on olnud pidevas vähenemises. Lisaks on antud uurimises välja toodud, et dividendide muutused on väiksemad ettevõtetes, kus agentuurikulud on suuremad ning muutused suuremad, kus informatsiooni asümmeetria kõrge.

Ettevõtte dividendipoliitika kaldub järgima ettevõtte elutsüklit (Block *et al.* 1994: 720; Damodaran 2012). Üheks oluliseks ettevõtte dividendipoliitika kujundajaks on elutsükli faas, milles ettevõtte asub (vt. joonis 5). Antud väidet kinnitab ka Osama El-Ansary ja Tasneem Gomaa (2012: 78) tehtud empiiriline uurimus. Arengufaasis olevad ettevõtted dividende tavaliselt ei maksa, kuna enamus rahast panustatakse arengusse. Vastavalt ettevõtte arengule suurenevad ka kasumid ja võimalused väljamakseteks, kas dividendide või muude alternatiivsete võimaluste kujul.



Joonis 5. Ettevõtte elutsükel ja dividendipoliitika (Block *et al.* 1994: 721).

Dividendide ajalugu ulatub välja 16. sajandi USA-sse, kui tehti esimesed dividendilaadsed väljamaksed (Lease *et al.* 2000: 5). Seega annab dividendide pikk ajalugu majandusteadlastele hulgaliselt materjali uurimisteks ja teooriate väljatöötamiseks. Järgnevalt tuuaksegi välja ja analüüsitakse olulisemaid nendest.

Dividendipoliitikaga seotud teooriates võib välja tuua kolm peamist ja nagu hiljem selgub, üksteisele vastukäivat suunda (Al-Malkawi *et al.* 2010: 174; Ilie 2011: 112; Keown *et al.* 1994: 448):

- dividendide irrelevanttsuse teooria,
- „varblane peos“ teooria (*bird-in-the-hand theory*),
- maksueelistuse teooria.

Irrelevanttsuse teooria põhiseisukoht on, et dividendipoliitikal ei ole mõju ettevõtte väärtusele. Antud teooriat nimetatakse selle loojate järgi ka Miller-Modigliani teooriaks. Merton H. Miller ja Franco Modigliani (1961: 414) näitasid oma uurimuses, et teatud tingimustel on ettevõtte dividendipoliitika tähtsusetu ja aktsionäri rikkus ei sõltu sellest,

kas tulu saadakse dividendidest või kapitali kasvust. Mainitud teooriat on nimetatud ka üheks kaasaegse finantsteooria nurgakiviks (Paulo, Gale 2012: 234). Autorid jõudsid järeldusele, et ainsateks ettevõtte väärtuse mõjutajateks on varade tulusus (*earning power of assets*) ja ettevõtte investeerimispoliitika (Miller, Modigliani 1961: 414). Oluline on märkida, et antud järeldused kehtivad järgmiste tingimuste korral (Miller, Modigliani 1961: 412; Al-Malkawi *et al.* 2010: 174):

- dividendidele ja kapitalikasvu tulule kehtivad ühesugused maksud,
- puuduvad väärtpaberite kauplemis- ja emissioonikulud,
- kõikidel turuosalisel on informatsioonile vaba ja võrdne juurdepääs,
- ettevõtte juhtkonna ja aktsionäride vahel puuduvad huvide konfliktid,
- kõik turuosalised on hinnavõtjad.

Samas on mitmed uuringud näidanud, et muutused dividendides muudavad ka aktsia hinda ja seetõttu muutub ka ettevõtte väärtus (Gitman, Zutter 2009: 467). Merton H. Miller ja Franco Modigliani väidavad, et antud muutused aktsiahinnas ei ole põhjustatud dividendidest endast, vaid nende kaudu antavast informatsioonist ja investorid võtavad muutuvaid dividende kui infot tulevaste tulude samasuunalise muutuse kohta (Gitman, Zutter 2009: 467).

Eeltoodud tingimusi analüüsid selgub, et reaalses majanduses on neid raske saavutada. Maksud dividendidele ja kapitalikasvu tuludele on erinevad ja reeglina on väärtpaberitehingutel tehingukulud. Lisaks, kõikidel turuosalistel ei ole siiski võrdset juurdepääsu informatsioonile, ettevõtte juhtkonnal on parem ülevaade ettevõtte kohta kui aktsionäridel ning võib ka väita, et juhtkonna ja aktsionäride vahel eksisteerivad reeglina huvide konfliktid.

„Varblane peos“ teooria põhiseisukoht on, et suuremad dividendid tõstavad ettevõtte väärtust. Määramatuse ja informatsiooni asümmeetria tingimustes hinnatakse dividende kapitalikasvust kõrgemalt, seega eelistavad investorid täna makstavaid dividende potentsiaalsele kapitalikasvu tuludele tulevikus (Al-Malkawi *et al.* 2010: 177).

Antud teooria seisukohti põhjendati esmakordselt Myron J. Gordoni ja John Lintneri töödes. Mainitud autorid väitsid, et dividendid vähendavad investorite ebakindlust, mis põhjustab ettevõtte rahavoogude diskonteerimismäära langust, mis omakorda *ceteris*

paribus tingimusel tõstab aktsia hinda. Vastupidiselt, kui dividende vähendatakse või neid ei maksta, investorite ebakindlus kasvab, mis tõstab nõutavat tulumäära, mis omakorda langetab aktsia hinda (Gitman, Zutter 2009: 468). On ka leitud, et investorid hindavad ühte dollarit dividenditulu kõrgemalt, kui ühte dollarit potentsiaalse kapitalituluna (Keown 1994: 450).

Merton H. Miller ja Franco Modigliani on oma töödes seda käsitlust kritiseerinud, nad väidavad, et ettevõtte risk ei ole määratud mitte kasumi jagamise viisiga vaid rahavoogude riskitasemega (Al-Malkawi *et al.* 2010: 178). Teooriat on ekslikuks pidanud ka Sudipto Bhattacharya, kes oma uurimuses muuhulgas väitis, et dividendide kasv ei vähenda ettevõtte riskitaset (Bhattacharya, 1979: 267; Al-Malkawi *et al.* 2010: 178).

Maksueelistuse teooria väidab, et madalad dividendid vähendavad kapitalikulu ja tõstavad ettevõtte väärtust. Antud väide põhineb eeldustel, et dividendid on maksustatud kõrgemalt kui kapitalitulu. Lisaks, dividenditulu maksustatakse kohe, samas kapitalitulu maksustatakse aktsia müügil. Need erinevused maksustamisel soodustavad ettevõtteid oma kasumit säilitama, mitte dividendidena välja maksmata. Seetõttu madal dividendide väljamaksemäär vähendab omakapitali kulu ja tõstab aktsia hinda (Al-Malkawi *et al.* 2010: 179).

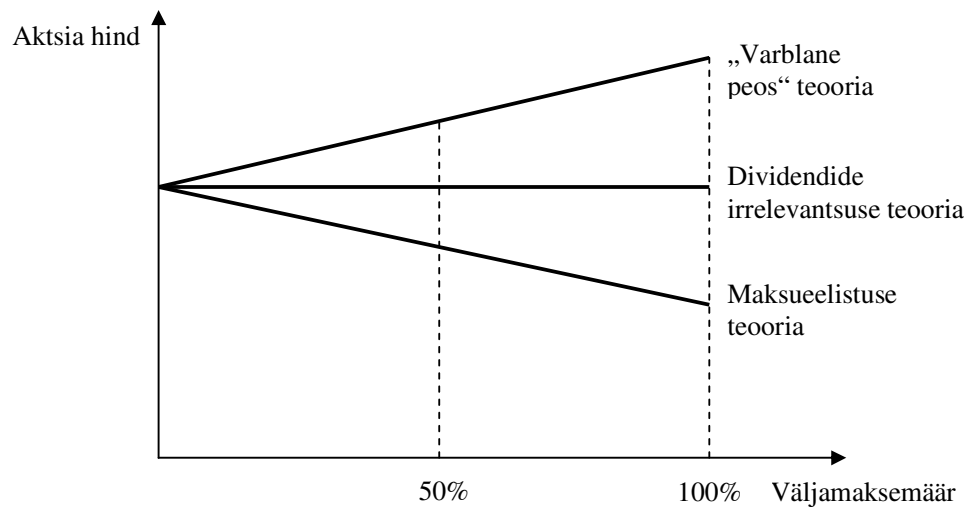
Osad investorid võivad eelistada madalamaid dividende järgmistel põhjustel (Brigham, Houston 1999: 498):

- Paljudes riikides maksustatakse dividende võrreldes kapitalituluga kõrgemalt, sel juhul võivad suuremate osalustega investorid olla huvitatud ettevõttepoolsest kasumi säilitamisest, dividendide väljamaksmise asemel. Jaotamata kasumi kasv tingib tõenäoliselt aktsia hinna tõusu ja seega on kõrgema maksuga dividendid asendatud madalama maksuga kapitalituluga.
- Kapitalitulu maksustatakse aktsiate müügil, mis võimaldab maksustamist edasi lükata. Tulenevalt raha ajaväärtuse printsiibist on aga ühel rahaühikul tulevikus madalam väärtus, võrrelduna sama rahaühikuga täna, seega on ka kulu tulevikus madalam.

- Aktsiaomaniku surma puhul USA-s võetakse pärijapoolseks aktsia soetushinnaks aktsiaomaniku surma päeva aktsia hind, mis võimaldab pärijal aktsiat kohe müües vältida maksustamist.

Antud tingimuste tõttu võivad investorid eelistada oma kasumit mitte jaotavaid ettevõtteid. Sellest tulenevalt võidakse rohkem maksta madalate dividendidega ettevõtete aktsiate eest kui samalaadsete kõrgete dividendidega aktsiate eest.

Aktsia hinna muutuste seosed dividendimaksetega kolme eeltoodud teooria tingimustes on graafiliselt kujutatud joonisel 6.



Joonis 6. Dividendide väljamaksete mõju aktsia hinnale erinevate teooriate tingimustes (Brigham, Houston 1999: 500).

Nagu jooniselt näha on aktsia hinna muutused kõigi kolme teooria puhul erisuunalised. Seetõttu võib olla ka ettevõtte juhtkonnal küllalt raske otsustada, millise teooria põhimõtteid pidada oma ettevõttele sobivaks ja kuidas läbi valiku maksimeerida ettevõtte väärtust. Tuleb mainida, et ka teadlastel endil puudub siiani konsensus nende teooriate ja empiiriliste uuringute osas (Al-Malkawi *et al.* 2010: 194).

1.2. Dividendipoliitika ja seda mõjutavad tegurid

Eelmises peatükis analüüsisime dividendipoliitika teoreetilisi aspekte. Käesolevas töös osas tuuakse välja praktikas kasutuses olevad dividendipoliitika ja neid iseloomustavad ja mõjutavad tegurid. Enimkasutatavad dividendipoliitika on järgmised (Clayman *et al.* 2008: 241; Rao 1992: 449; Keown 1994: 462):

- stabiilsete dividendide poliitika,
- muutumatu väljamaksekorrajaga poliitika,
- kombineeritud dividendide poliitika,
- jääkdividendipoliitika.

Stabiilsete dividendide poliitika puhul on dividendid aksia kohta suhteliselt muutumatud, st kasumi muutudes dividendid tavaliselt ei muutu. Kasumi kasvades suurendatakse dividende ainult juhul, kui juhtkond on kindel suurema kasumi pikaajalises püsijäämises. Samuti ei vähendata dividende kui kasum väheneb, seda tehakse ainult juhul, kui kasumi vähenemine on pikaajaline (Keown 1994: 462). Stabiilsete dividendide poliitika on USA ettevõtete hulgas ülekaalukalt levinuim (Keown 1994: 463). Üldjuhul võib eeldada, et pikemas perspektiivis kasum kasvab, mistõttu kasvavad ka mingi aja pärast dividendid, seetõttu on seda dividendipoliitikat nimetatud ka järk-järgult kasvavate dividendide poliitikaks (Rao 1992: 450).

Stabiilsete dividendide poliitika üheks variandiks on nn stabiilse dividendikasvu poliitika. Selle järgi otsustab ettevõtte kindla kasvumäära, mille võrra ettevõtte dividendid mingi kindla perioodi jooksul tõusevad. Inflatsioonilistel aegadel on stabiilse dividendikasvu poliitika leidnud investorite hulgas toetust, nagu näiteks 1970. aastate keskel (Rao 1992: 450).

Muutumatu väljamaksekorrajaga poliitika puhul makstakse väljamaksekorrajaga (*payout ratio*) alusel aktsionäridele välja kindel osa kasumist. Erinevalt eelmisest poliitikast, muutuvad väljamakstavad dividendid vastavalt kasumi muutustele, st kui kasum kasvab, suurenevad ka dividendid ja vastupidi. Ettevõtte võib määrata ka soovitava väljamaksemäära (*target payout ratio*), mis tähendab pikaajalist eesmärki kasumi jagamisel aktsionäridele (Clayman *et al.* 2008: 243). Kuna ettevõtte juhtide eesmärgiks

on tavaliselt stabiilsed dividendid, siis antud poliitika ei ole ettevõtete hulgas väga levinud (Rao 1992: 450). John Lintner (1956: 102) on oma empiirilises uurimuses välja toonud kolm põhijoont antud poliitika kohta:

- ettevõtetele on määratud soovitud väljamaksemäärad, mis baseeruvad pikaajalisel kasumlikkusel;
- soovitud väljamaksemäära suuna liigutakse väikeste sammudega;
- väljamaksemäära kärpimine või kaotamine saab toimuda ainult äärmisel juhul.

Kombineeritud dividendide poliitika (*low regular dividend plus extras policy*) korral makstakse aktsionäridele iga-aastaselt madalaid dividende ja lisaks, kui ettevõtte kasum seda lubab, ka lisadividende. Sellisel juhul investorid arvestavad sellega, et osadel aastatel võivad dividendid ka väheneda ja nad ei võta seda negatiivse margina (Brigham, Houston 1999: 510). Antud poliitika eesmärgiks ettevõtte juhtkonna poolt on hoiduda püsiva kõrgete dividendide mulje loomisest (Keown 1994: 462). Poliitika on peamiselt kasutusel ettevõtetes, kus tulud on tsüklilised (Gitman, Zutter 2009: 474).

Jääkdividendide poliitikat rakendav ettevõtte maksab aktsionäridele dividendideks summa, mis jääb kasumist järgi peale uute investeerimisprojektidega seotud omafinantseeringute mahaarvamist. Võrreldes teiste dividendipoliitikatega on jääkdividendide poliitikal mitmeid eeliseid ettevõttele. Teenitud kasum rakendatakse esmajärjekorras ettevõtte arengusse ja kasumlikkuse säilitamiseks. Lisaks saab ettevõtte vabamalt otsustada uute investeeringute üle, sõltumata dividendiotsustest. Poliitika peamine puudus seisneb dividendide olulises kõikumises, dividendid ei sõltu mitte ainult kasumist, vaid ka intressimäärast, uutest investeerimisvõimalustest ning paljudest teistest investeeringutega seotud teguritest (Clayman *et al.* 2008: 241).

Kent H. Baker ja David M. Smith (2006: 17) uurisid oma empiirilises töös jääkdividendipoliitika rakendamist USA ettevõtetes 1990. aastatel. Nad leidsid, et enamus ettevõtteid kasutab modifitseeritud jääkdividendi poliitikat (*modified residual dividend policy*). Selle erinevus eelmises lõigus kirjeldatud puhtast jääkdividendide poliitikast (*pure residual dividend policy*) seisneb selles, et modifitseeritud poliitikat kasutav ettevõtte juhib ka dividendide vooge, nende stabiilsuse saavutamise eesmärgil

(Baker, Smith 2006: 17). Ettevõtte võib selleks kasutada järgmisi etappe oma tegevuste planeerimises (Baker, Powell 2005: 425):

- 1) hinnata rahavood, investeerimisvõimalused ja kapitali struktuur pikemaajalises perspektiivis, näiteks viie aasta jooksul;
- 2) tuginedes prognoositavale andmetele leida planeeritava perioodi dividendide keskmine väljamaksemäär.

Toodud tegevusi järgides saavutatakse dividendide oluliselt stabiilsem tase pikema perioodi jooksul võrrelduna puhta jääkdividendide poliitikaga.

Antud peatükis oleme seni analüüsinud peamisi dividendipoliitikaid ja toonud välja nende erinevad omadused. Järgnevas töö osas kirjeldame ja analüüsime, millised on peamised tegurid, mis majandusteadlaste arvates dividendipoliitikat mõjutavad.

Dividendipoliitikat mõjutavad peamiselt järgmised tegurid (Brigham, Houston 1999: 516; Clayman *et al.* 2008: 232; Keown *et al.* 1994: 460; Rao 1992: 460; Gitman, Zutter 2009: 469; Damodaran 2012):

- piirangud lepingutes,
- piirangud seadustes,
- ettevõtte likviidsuspositsioon,
- aktsia likviidsus,
- investeerimisvõimalused,
- alternatiivsete finantseerimisallikate kättesaadavus ja kulu,
- kasum ja selle stabiilsus,
- omanike kontroll ja struktuur,
- investorite kihistumine (*cliente effect*),
- signaaliefekt (*signalling effect*),
- kasvu väljavaated,
- inflatsioon,
- alternatiivsed võimalused väljamakseteks,
- ettevõtte suurus,
- maksustamine.

Lepingulised piirangud kujutavad endast erinevates laenu- või liisingulepingutes sisalduda võivaid piiranguid. Tavaliselt sätestavad sellised piirangud seda, mis tingimustel on lubatud dividende välja maksta. Dividendimaksete lubamine võidakse siduda mõne finantsnäitajaga, näiteks kui peale laenumaksete tasumist on rahavoog piisav, on lubatud kokkulepitud summas dividende maksta. Samas võidakse lepinguga ka igasugused dividendimaksed keelata, reeglina on siis dividendimaksed lubatud laenuandja eraldi loal. Lepingulised piirangud võivad sisalduda ka eelisaktsialepingutes, mis tähendavad enamasti seda, et lihtaktsiaomanikele ei ole lubatud dividende maksta enne, kui eelisaktsiaomanikele on dividendid tasutud (Rao 1992: 461).

Dividendipoliitikat võivad mõjutada seaduslikud piirangud. Olenevalt riigist võib seadusest tulenevalt dividendide maksmine olla keelatud, kui ettevõtte kohustused ületavad varasid või kui dividende makstakse aktsiakapitali arvelt, st rohkem kui jaotamata kasum (Rao 1992: 461). USA-s on seatud piirangud ka ülemäärasele jaotamata kasumile. Näiteks kui sealne maksuamet leiab, et omanikud ei ole maksudelt kokkuhoidmise eesmärgil dividende võtnud, siis võidakse neile rakendada ülemäärase jaotamata kasumi maks (Gitman, Zutter 2009: 470). Seega võivad seaduslikud piirangud olla kahepidised, nii dividendide maksmist takistavad, kui ka soodustavad.

Ettevõtte likviidsuspositsioon on oluline dividendimaksete tegur. Vastupidiselt levinud arvamusele ei piisa ainult suurest jaotamata kasumist dividendide maksmiseks. Ettevõtte võib olla väga kasumlik, kuid kui teenitud kasum on suures osas reinvesteeringut varadesse, võib likviidsus olla väga madal ja dividendide maksed raskendatud (Keown *et al.* 1994: 460). Samas on olemas sellele ka lahendus, ettevõtte võib võtta dividendide maksmiseks laenu.

Empiiriliste uuringutega on leitud, et on olemas seos dividendipoliitika ja aktsia likviidsuse vahel. Suman Banerjee *et al.* (2007: 394) tõestasid oma töös, et mitte-likviidse aktsia puhul soovivad investorid kõrgemaid dividende. Seetõttu on ka vähemlikviidsemate aktsiatega ettevõtetele tugevam surve kõrgemateks dividendeks, vastupidiselt likviidsemate aktsiatega ettevõtetele. Samale tulemusele jõuti ka Carroll H. Griffini (2010: 6) uurimuses, kes lisab, et likviidse aktsia omanik saab endale tekitada aktsiate müügiga n-ö kunstlikud dividendid, lisaks on likviidse turu tingimustes tehingukulud tõenäoliselt madalad ja aktsiahind kõrgem.

Kui ettevõttel on suur valik kasumlikke investeerimisvõimalusi, on reeglina ka dividendimaksed väiksemad ja vastupidi (Brigham, Houston 1999: 517). Kasumlike projektide all on siinkohal mõeldud eelkõige neid, mille nüüdispuhasväärtus on positiivne. Joshua Abori ja Godfred A. Bokpini (2010: 191) poolt arenevate turgude ettevõtete hulgas tehtud uuringus jõuti järeldusele, et investeerimisvõimalused on kõige olulisem dividendipoliitika kujundaja, kõrge investeerimispotentsiaaliga ettevõtetes on dividendimaksed madalad.

Alternatiivsete finantseerimisallikate kättesaadavus ja kulu on samuti üks dividendipoliitikat mõjutav tegur. Ettevõtte võib oma investeringuid finantseerida põhiliselt kahel viisil:

- jätta kasum dividendideks välja maksmata ja reinvesteerida,
- maksta dividende ja emiteerida uusi aktsiad või võtta investeringuteks laenu.

Uutel ja väiksematel ettevõtetel võib olla uute aktsiate emiteerimine või laenu võtmine raskendatud, mis tähendab kasumi reinvesteeringu vajadust. Laenu võtmisel või uute aktsiate emiteerimisel tuleb aga arvestada laenudega seotud kulude ja osakute emissioonikuludega (Keown *et al.* 1994: 461).

Stabiilse kasumiga ettevõtted maksavad tavaliselt ka stabiilsemaid dividende. Ettevõtted planeerivad tänaseid dividendimakseid, arvestades dividendipoliitika jätkusuutlikkusega pikemas perspektiivis. Selle peamiseks põhjuseks on hilisema dividendide vähendamise võimalik negatiivne mõju aktsia hinnale, kuna investorid näevad selles negatiivset signaali (Brigham, Houston 1999: 504). Näiteks on autotööstuses tavaliselt tulud väga tsüklilised ja seega ei ole võimalik stabiilselt kõrgeid dividende maksta, sel juhul kasutatakse kombineeritud dividendide poliitikat, mida kirjeldatud käesoleva alapeatüki alguses (Brigham, Houston 1999: 510).

Kõrgete dividendidega ettevõttel võib tulevikus uute projektide finantseerimiseks tekkida vajadus emiteerida uusi aktsiaid. Kui olemasolev omanik ei saa või ei soovi emissioonis osaleda, võib tema kontrolli positsioon ettevõttes halveneda. Seetõttu investorid, kes on kontrolli suhtes sensitiivsed, eelistavad madalate dividendide poliitikat kasutavate ettevõtete aktsiaid (Rao 1992: 465).

Franck Bancel *et al.* (2005: 22) on kindlaks teinud, et vähema aktsionäride arvuga ettevõtted jälgivad stabiilsete dividendide poliitikat vähem, kui suurema aktsionäride arvuga ettevõtted. Seetõttu võib omanike struktuur olla samuti dividendipoliitika üheks teguriks. Lisaks on leitud, et dividendimaksed on väiksemad nendes ettevõtetes, kus juhtkonna omanduses on rohkem aktsiaid, ehk siis antud näitajate vahel on negatiivne seos (Lloyd *et al.* 1985: 27). Samale tulemusele jõudsid ka Jianguo Chen ja Nont Dhiensiri (2009: 27), kes lisasid, et Uus-Meremaa börsiettevõtete peamiseks dividendipoliitika mõjutajaks on omanike struktuur. Eeltoodud dividendide ja juhtkonna omanduses olevate aktsiate vahelise seose põhjuseks võib pidada agentuurikonflikti, mis seisneb antud juhul omanike ja juhtkonna vahelises huvide vastandumises. Juhtkond on rohkem huvitatud suurematest investeeringutest, kui need toovad neile lisahüvesid näiteks preemiate näol, omanikud on aga huvitatud kõrgematest dividendidest, mis seavad piirangud investeeringutele. Omanike muud isiklikud ajendid, näiteks rahaliste vahendite vajadus muude äriprojektide teostamiseks või isikliku elukvaliteedi parandamiseks, ei ole samuti dividendipoliitikas vähetähtsad.

Kui teatud ühiste tunnustega investoritel on teatud ühised eelistused dividendipoliitika osas, nimetatakse seda investorite kihistumiseks (Clayman *et al.* 2008: 236). Näiteks on pensionil olevad aktsionärid enamasti rohkem huvitatud kõrgest jooksvast tulust ehk siis võimalikult kõrgetest dividendidest. Samas nooremad investorid võivad rohkem huvi tunda ettevõtete vastu, kes reinvesteervad oma kasumi või maksavad dividende vähe, lootes hilisemale tulule kapitali kasvust (Brigham, Houston 1999: 502). Investorite maksustaatus on oluline tegur investorite kihistumisel. Maksuvabastusega investorid, nagu osade riikide pensionifondid või heategevusfondid või ka madala maksukoormusega eraisikud, eelistavad reeglina kõrgete dividendidega ettevõtteid. Vastupidiselt eelistavad näiteks kõrge maksukoormusega investorid madalate dividendidega ettevõtete aktsiaid. Osadel institutsionaalsetel investoritel on lubatud investeerida ainult dividende maksvatesse ettevõtetesse (Clayman *et al.* 2008: 236).

Signaaliefekti olemus seisneb ettevõtte juhtkonna poolt investoritele dividendide muutuse kaudu edasi antavas infos (Brigham, Houston 1999: 502). Investorid näevad stabiilsete ja kasvavate dividendide kaudu enamasti positiivseid signaale ettevõtte kohta ja vastupidi, vähenevad dividendid või dividendide puudumine annab tavaliselt

negatiivseid signaale (Gitman, Zutter 2009: 472). Uuringutes on tähele pandud, et dividendide vähenemisega kaasneb sageli aktsia hinna langus ja suurenemisega aktsia hinna tõus. See võib viidata asjaolule, et investorid eelistavad dividende kapitalitulule (Brigham, Houston 1999: 502). Osad majandusteadlased aga väidavad, et muutuse taga on dividendide kaudu edastatav info ettevõtte tulude muutuste kohta tulevikus (Miller, Modigliani 1961: 430).

Ettevõtte finantsvajadused ja dividendide maksmise võimalused on otseselt seotud ettevõtte arengustaadiumiga (Gitman, Zutter 2009: 471). Seetõttu võib ka ettevõtte kasvu väljavaated mõjutada dividendimakseid. Kasvufaasis olev ettevõtte vajab oma mahtude kasvatamisel finantsvahendeid ja suuresti kasutatakse selleks sisemisi allikaid, kuna ligipääs finantsturgudele on tihti piiratud. Ettevõttesiseste vahendite reinvesteermise tõttu on ka võimalused dividendide maksmiseks piiratud. Küpsusfaasis oleva ettevõtte finantsvahendite hankimise allikad on mitmekesisemad, uute projektide finantseerimine lihtsam ja neid on ka vähem, seetõttu võimalused dividendide maksmiseks laiemad. Graafiliselt kujutab ettevõtte elutsükli joonis 5 lk 13.

Inflatsioon on oluline makroökonoomiline näitaja, mis mõjutab muuhulgas ka olulisi finantsmuutujaid nagu näiteks intressid ja kasum. Tobias Basse ja Sebastian Reddemann (2011: 42) tegid oma uurimuses USA ettevõtete põhjal kindlaks, et on olemas positiivne seos lisaks ka dividendide ja inflatsiooni vahel - ettevõtted tõstavad dividende oluliselt rohkem inflatsioonilises keskkonnas. Autorid toovad selle üheks põhjuseks, et ettevõtted soovivad dividendide kasvuga stabiliseerida dividenditulude reaalkaalu *ceteris paribus* tingimusel. Teiseks, inflatsioon võib tõsta ettevõtte tulude nominaalseid mahte (*nominal volume of earnings*), mis suurendab dividendide väljamakseid.

Suuremal või vähemal määral mõjutavad dividendideks makstavaid summasid ka muud väljamaksevõimalused, näiteks omaaktsiate tagasiost ja aktsiakapitali vähendamine. Antud väljamaksevõimalusi analüüsitakse pikemalt alapeatükis 1.3.

Eugene F. Fama ja Kenneth R. Frenchi (2001: 14) poolt tehtud uurimus näitas, et dividende maksvad ettevõtted on varade mahtudelt oluliselt suuremad kui dividende mitte maksvad ettevõtted, st dividendipoliitikat mõjutab ka ettevõtte suurus. Antud uuringu järgi, mis tehti USA ettevõtete kohta aastatel 1963–1998, olid dividende

maksvate ettevõtete koguvarade suurus 12 korda suurem kui dividende mittemaksvate ettevõtete koguvarade suurus. Põhjuseks võib olla suuremate ettevõtete parem ligipääs kapitaliturgudele, mis teeb nad vähem sõltuvaks sisemistest ressurssidest (Lloyd *et al.* 1985: 21).

Maksustamise mõjust dividendipoliitikale on majandusteadlased arutanud pikka aega ja konsensust selles osas ei ole saavutatud. Osad teadlased on arvamusel, et maksudel ei ole mõju dividendipoliitikale (Frankfurter *et al.* 2003: 87). Samas teiste teadlaste uuringud on näidanud, et maksud on üheks dividendipoliitikat mõjutavaks teguriks (Auerbach, Hassett 2012). Maksustamise teema käsitlemise muudab keerukaks veel ka see, et erinevates riikides on erinevad dividendide maksustamise põhimõtted, lisaks on ka riikides endis kogu maksusüsteem tihti keerukas. Seega on maksustamise teema pikem käsitlus antud töös põhjendatud.

Dividendide maksustamist puudutavad peamised maksusüsteemid maailmas on (Clayman *et al.* 2008: 233).

- Topeltmaksustamise (*double taxation*) puhul maksustatakse dividendid nii ettevõtte, kui ka investori tasandil, lisaks maksustatakse ka ettevõtte jaotamata kasum, mida dividendideks ei maksta. Ettevõtte maksumäärad, sõltumata sellest kas kasum jääb ettevõttesse või jaotatakse dividendideks, on ühesugused. Antud süsteem on kasutusel USA-s. (Clayman *et al.* 2008: 233)
- Jaotatud määraga maksusüsteemi (*split rate tax system*) puhul on maksumäärad kasumi ettevõttesse jätmise ja dividendideks maksmise puhul erinevad. Lisaks maksustatakse dividendid ka investori tasandil. Antud süsteem on näiteks kasutusel Saksamaal, kus dividendide maksmise puhul on maksumäär väiksem, kui kasumi ettevõttesse jätmise puhul. Sellega tasakaalustatakse investori tasandi kõrgem maksumäär võrreldes kapitalitulu maksumääraga. Antud maksusüsteemi puhul võivad madala maksumääraga investorid eelistada kõrgemat dividendide väljamaksemäära, kuna jaotatud kasum on maksustatud madalamalt. Vastupidiselt, kõrgema maksumääraga investorid võivad eelistada madalamat dividendide väljamaksemäära, kuna kapitalitulu maksustamine on nendele soodsam (Clayman *et al.* 2008: 234).

- Kolmandaks peamiseks maksusüsteemiks on ühetasandiline maksusüsteem (*imputation tax system*), mille kohaselt dividendid maksustatakse ainult investori tasemel, kuid maksud tasutakse ettevõtte poolt. Kui investori isiklik maksumäär on kõrgem, kui ettevõtte maksumäär, siis tuleb investoril see vahe juurde tasuda, vastupidisel juhul saab investor vahe ulatuses raha tagasi. Antud süsteem on kasutusel näiteks Suurbritannias ja Austraalias. Sarnaselt eelmise maksusüsteemiga on ka siin madala maksumääraga investorid huvitatud kõrgemast dividendide väljamaksemäärast ja vastupidi.

Lisaks eeltoodud kolmele põhilisele maksusüsteemile võib välja tuua lisaks ka jaotatava kasumi maksustamise süsteemi (*distributed profit taxation system*), mis on kasutusel Eestis. Selle puhul maksustatakse ainult kasum, mis jaotatakse dividendideks või millest tehakse muid sarnaseid väljamakseid aktsionäridele, jaotamata kasumit ei maksustata. Antud maksustamise põhimõte hakkas Eestis kehtima 2000. aastast.

Investor saab tulu põhiliselt kahel viisil, kas dividendidest või kapitali kasvust ja investori eelistuste kujunemisel tuleb koos dividendide maksustamise teemaga arvestada ka kapitali kasvu maksustamist. Samas ei ole siiski selge kas investorid eelistavad alati dividende, kui maksud dividendidelt on väiksemad maksudest kapitali kasvu tuludelt (Clayman *et al.* 2008: 235). Määravaks võib näiteks saada asjaolu, et dividendidelt tuleb tulumaks tasuda kohe, kapitalikasvult aga reeglina aktsia müügi korral.

Dividendide ja muude omakapitalist tehtavate väljamaksete maksustamist Eestis reguleerib Tulumaksuseadus. Kokkuvõtte väljamaksete maksustamise kohta Eestis, hetkel kehtivate seaduste alusel, on toodud tabelis 1.

Nagu eelpool ka mainitud, kehtib Eestis maksusüsteem, kus residendist äriühing maksab tulumaksu dividendide või muude kasumieraldistena jaotatud kasumilt nende väljamaksmisel rahalises või mitterahalises vormis; tulumaksuga ei maksustata fondiemissiooni korras jaotatud kasumit (Tulumaksuseadus § 50 lg 1). Põhimõte, et reinvesteeritavat kasumit ei maksustata ja maksustatakse ainult dividendideks makstav kasum, kehtib alates 2000. aastast. Dividendi saajal tulumaksukohustust ei ole. Tulumaksumääraks on 21%, mis kehtib alates 2008. aastast, kehtiva seaduse järgi on

alates 2015. aastast tulumaksumääraks 20% (Tulumaksuseadus § 4 lg 1). Antud tulumaksumäär on brutodividendidelt, seega netodividendidelt tuleb tasuda 21/79. Teatud juhtudel dividendidelt tulumaksu tasuda ei tule, näiteks kui dividendi maksev residendist äriühing on saanud väljamakse aluseks oleva dividendi lepinguriigi või Šveitsi Konföderatsiooni residendist äriühingult, kes on tulumaksukohustuslane ja talle kuulus dividendi saamise ajal vähemalt 10% nimetatud äriühingu aktsiatest, osadest või häältest (Tulumaksuseadus § 50 lg 1¹).

Tabel 1. Väljamaksete maksustamine Eestis

Väljamakse vorm	Väljamakse tegija maksustamine	Väljamakse saaja maksustamine
Dividendid	Tavaliselt maksustatakse. Erisused on toodud tulumaksuseaduses § 50 lg 1 ¹ ja § 60.	Eesti ettevõtetest saadud dividende ei maksustata. Välismaa ettevõtetest saadud dividendid maksustatakse, kui selle maksmise aluseks olevalt kasumiosalt ei ole tulumaksu makstud või kui dividendilt ei ole tulumaksu välisriigis kinni peetud. Erisused on toodud tulumaksuseaduses § 60 ja § 61.
Omaaktsiate tagasiost või aktsiakapitali vähendamine	Tavaliselt maksustatakse aktsiate (osade) tagasiostmisel või aktsiakapitali (osakapitali) vähendamisel omanikele tehtud väljamaksete summa see osa, mis ületab äriühingu omakapitali tehtud sissemakseid. Erisused on toodud tulumaksuseaduses § 50 lg 2 ¹ ja § 60.	Kui väljamakse tegija pole väljamakselt või selle aluseks olevalt kasumiosalt tulumaksu tasunud siis maksustatakse väljamakse osa, mis ületab soetamismaksumust. Erisused on toodud tulumaksuseaduses § 60.

Allikas: (Tulumaksuseadus 2012); autori koostatud.

Lisaks dividendide maksmisele võib osanikele teha väljamakseid ka omaaktsiate tagasiostu ja aktsiakapitali vähendamise teel. Tulumaksuseaduse kohaselt maksab alates 2009. aastast residendist äriühing tulumaksu aktsia- või osakapitali või sissemaksete vähendamisel, aktsiate, osade, osamaksete või sissemaksete tagasiostmisel või tagastamisel või muul juhul omakapitalist tehtud väljamaksete ning makstud likvideerimisjaotiste summa osalt, mis ületab äriühingu omakapitali tehtud rahalisi ja mitterahalisi sissemakseid (Tulumaksuseadus § 50 lg 2). Enne 2009. aastat oli kohustus tasuda tulumaksu väljamakse saajal. Ühe erisusena ei maksustata väljamakseid juhul, kui väljamakse aluseks on teiselt äriühingult saadud dividendid, mis on tulumaksuga

maksustatud (Tulumaksuseadus § 50 lg 2¹). Väljamakse saajal üldjuhul maksukohustust ei ole, välja arvatud näiteks juhul kui väljamakse tegija ei ole tulumaksu tasunud (Tulumaksuseadus § 15 lg 2).

Dividendide täiendav maksustamine sotsiaalmaksuga on viimasel kümnendil aeg-ajalt päevakorda kerkinud, viimati tõstatas selle teema Haigekassa uus juht Tanel Ross (2012). Sotsiaalmaks dividendidelt on üheks võimaluseks, kuidas suurendada Haigekassa tulubaasi tulenevalt demograafilistest muutustest Eesti elanikkonnas. Ka varasemalt on täiendava maksustamise teemat arutatud, põhjuseks osades ettevõtetes palga maksmine dividendide näol. Mitmete ettevõtjate arvates mõjuks dividendide täiendav maksustamine ettevõtluskeskkonnale pärssivalt ja annaks negatiivse signaali välisinvestoritele (Glikman 2012; Saag 2012). Kokkuvõttes võib aga survet dividendide täiendavaks maksustamiseks pidada siiski küllalt suureks, mis tähendaks täiendava maksustamise realiseerumisel tõenäoliselt ka muutusi Eesti ettevõtete dividendipoliitikas.

1.3. Dividendide maksmise võimalused

Ettevõtted saavad teha aktsionäridele väljamakseid põhiliselt kolmel viisil, kas dividendide, aktsiate tagasiostu (*stock repurchase*) või aktsiakapitali vähendamise (*capital reduction; return of capital*) kaudu. Võrreldes dividendide üle kolmesaja aastase ajalooga hakkas aktsiate tagasiost rohkem levima USA-s alles 1980. aastate lõpus ja Euroopas 1990. aastate lõpus (Frankfurter *et al.* 2003: 11; Abuaf 2012: 40). Kuid sellele vaatamata ületasid USA tööstusettevõtetes juba 1990. aastate lõpus aktsiate tagasiostu teel omanikele välja makstud summad dividendide summasid (Wiemer, Diel 2008: 297). Käesolevas peatükis analüüsitaksegi peamiselt kolme eeltoodud väljamakseviisi.

Dividendide väljamaksmiseks on järgmised võimalused (Rao 1992: 451; Clayman 2008: 222; Sander 2011: 59).

- Rahalised dividendid on enimlevinud vorm dividendide maksmiseks. Eestis on dividendide väljamaksmise kord reguleeritud Äriseadustikus. Aktsiaseltside puhul teeb ettepaneku dividendide maksmiseks juhatus kooskõlastatult

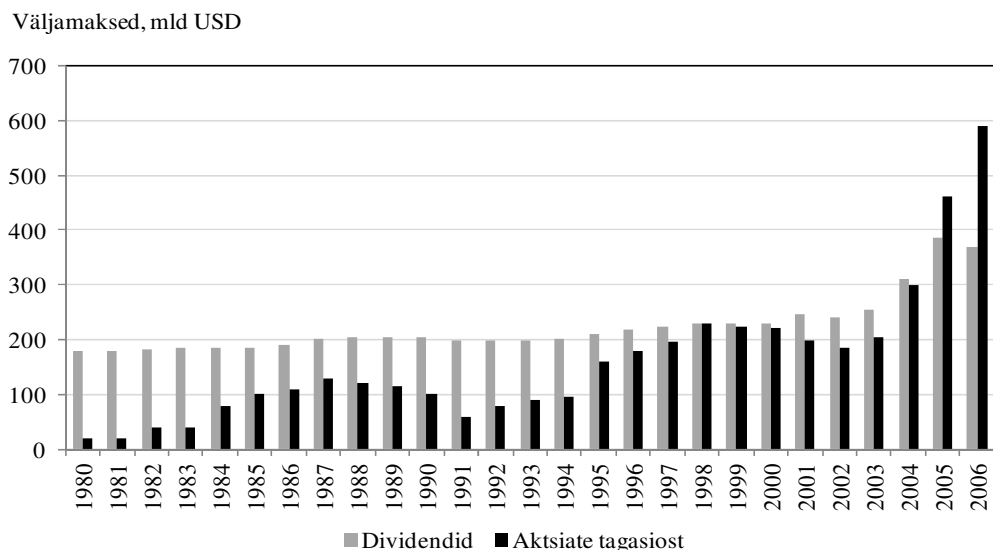
nõukoguga, dividendide suuruse kinnitab üldkoosolek (Äriseadustik § 278), osaühingutel nõukoguga kooskõlastamise nõuet ei ole (Äriseadustik § 157). Nii aktsiaseltside kui osaühingute puhul tuleb väljamaksed kinnitada majandusaasta aruandes (Äriseadustik § 157 lg 1, § 277 lg 1). Mõlema ettevõtlusvormi puhul võib dividende maksta ainult puhaskasumist või eelmiste majandusaastate jaotamata kasumist, millest on maha arvatud eelmiste aastate katmata kahjum (Äriseadustik § 157 lg 1, § 276 lg 1), arvestades reservkapitali nõutud suurust (Äriseadustik § 160, § 278). Dividendide maksmise sagedus Äriseadustikus reguleeritud ei ole. Eesti ettevõtete dividendimaksete sageduse kohta uuringud autorile teadaolevalt puuduvad, kuid näiteks suurem osa USA ettevõtetest maksavad dividende kvartaalselt ja lisaks maksab 10% ettevõtetest ka aastaseid lisadividende (Rao 1992: 451).

- Lisaks rahalistele dividendidele on Äriseadustikus lubatud dividende maksta ka muus varas, mis võib koondada mõiste mitterahalised dividendid (*property dividends*) alla, kuid seda võib teha ainult aktsionäri või osaniku nõusolekul (Äriseadustik § 157 lg 5, § 279 lg 2). Muuks varaks võivad olla näiteks ettevõtte tooted või teenused. Tänapäeval kasutatakse mitterahalisi dividende väga harva, nende kasutamine on aktuaalsem hüperinflatsiooni tingimustes (Sander 2011: 59).

Suhteliselt uuteks tehinguteks, mida võib samuti liigitada dividendidega seonduvate väljamaksevõimaluste alla, on dividendide reinvesteeringisplaanid (*dividend reinvestment plans - DRIP*). Selle põhimõtte seisneb selles, et dividendid ei maksta aktsionärile välja, vaid reinvesteeringutakse sama ettevõtte aktsiatesse (Brigham, Houston 1999: 515). Investori üks eelis seisneb selles, et ta ei pea sel juhul maksuma maakleritasusid uute aktsiate ostmiseks, ettevõtte eeliseks on kulude kokkuhoid uute aktsiate väljastamisest (Frankfurter *et al.* 2003: 45). Lisaks võimaldavad osad ettevõtted sellisel viisil soetatud aktsiate puhul teatud allahindlust. Negatiivsest küljest peab märkima, et näiteks USA-s säilib investoril dividendide reinvesteeringu puhul tulumaksu tasumise kohustus dividendidelt (Frankfurter *et al.* 2003: 47). Seega võib sõltuvalt maksusüsteemist investori tasandil reinvesteeringisplaanil dividendimaksetega erinevust mitte olla.

Teiseks olulisemaks väljamakse võimaluseks aktsionäridele on aktsiate tagasiost. Aktsiate tagasiostuga ostab ettevõtte aktsionäridelt aktsiad pakutud tingimustel tagasi, peale mida ettevõtte aktsiakapital väheneb (Lease *et al.* 2000: 153). Üheks põhimõtteliseks erinevuseks dividendimaksetest on see, et aktsiate tagasiost ei toimu reeglina proportsionaalselt kõikide aktsionäride suhtes, kuna aktsionäril on õigus pakkumise vastuvõtmisest ka keelduda või kasutada pakkumist osaliselt.

USA-s on viimaste aastakümnete jooksul aktsiate tagasiost saavutanud arvestatavad mahud, ületades mõnel aastal ka dividendideks makstud summasid. Joonisel 7 on USA ettevõtete poolt makstud, tarbijahinnaindeksiga kohandatud summad dividendidele ja aktsiate tagasiostudele. Märkimisväärne on antud joonise juures see, et antud perioodil on dividendide summad oluliselt vähem volatiilsemad kui aktsiate tagasiostu summad. See võib viidata tagasiostude oluliselt väiksemale jääkusele kui dividendid ning sellest järeldub, et ettevõtete juhid kohandavad vastavalt ettevõtte võimalustele tagasiostu-pakkumisi kiiremini kui dividendimakseid. Murali Jagannathan *et al.* (2000: 382) töid oma uurimuses aktsiate tagasiostu volatiilsuse üheks peamiseks põhjuseks majanduse tsüklilisuse - majanduslanguse ajal tagasiostud vähenevad ja majanduskasvu ajal suurenevad.



Joonis 7. USA ettevõtete (välja arvatud finantsasutused) poolt dividendideks ja aktsiate tagasiostuks makstud summad aastatel 1980–2006, mld USD (Dittmar 2008: 29).

Kuigi osades riikides on aktsiate tagasiost laialdaselt kasutatav, siis eksisteerib ka riike, kus tagasiostud on keelatud, tulenevalt põhimõttest, mis keelab äriühingul tehinguid tegemast iseendaga (Frankfurter *et al.* 2003: 206). Eestis on aktsiate tagasiost lubatud, kuid arvestada tuleb Äriseadustiku § 283-s toodud nõuete ja piirangutega.

Uuringud on näidanud, et aktsiate tagasiostude ajendiks ei ole tavaliselt üks kindel põhjus, vaid ettevõtte juhtkond teeb sellekohase otsuse mitmetest motiividest lähtuvalt. Võib välja tuua järgmised peamised põhjused aktsiate tagasiostuks (Brigham, Houston 1999: 524; Frankfurter *et al.* 2003: 209; Emery *et al.* 2007: 526; Damodaran 2012; Dittmar 2008: 29).

- Investoritele info andmine, et aktsia on alaväärtustatud. Antud motiiv aktsiate tagasiostuks on üks olulisemaid (Jagannathan *et al.* 2000: 375). Kui ettevõtte juhtkond usub, et ettevõtte aktsiad on alahinnatud, võib ettevõtte oma aktsiaid tagasi osta, mis annab ka turgudele signaali nende alahinnatuse kohta (Dittmar 2000: 334).
- Toetus aktsia hinnale peale langust. Ettevõtted kasutavad aktsiate tagasiostu aktsia hinna toetuseks, kui aktsiate langus turul on toimunud makromajanduslike näitajate tõttu, juhul kui aktsiahind langeb ettevõtte fundamentaalnäitajate tõttu, on tagasiostu mõju lühiajaline (Damodaran 2012).
- Üleliigne raha. Dividendide väljamaksed lahendaks antud probleemi osadel juhtudel ilmselt samaväärselt, kuid ettevõtted ei suurenda tavaliselt dividende, kui nad ei ole kindlad nende maksmise jätkusuutlikkuses, võimalik dividendide vähendamine hiljem annab aga negatiivse signaali investoritele. Seevastu aktsiate tagasiostuks makstavate summade vähenemist võtavad investorid vastu leebemalt. Järeldusele, et dividendid makstakse välja jätkusuutlikust rahavoost ja aktsiate tagasiostud teostatakse ajutisest rahavoost, jõudsid oma uurimises ka Murali Jagannathan *et al.* (2000: 382).
- Suurem paindlikkus võrreldes dividendidega. Avatud turu pakkumise kaudu tagasiost on ettevõttele võimalus, mitte kohustus. Lisaks on uuringud näidanud, et tagasiostu perioodi lõpuks ostetakse tagasi vähem aktsiaid kui algses tagasiostupakkumises märgitud, Clifford P. Stephensi ja Michael S. Weisbachi (1998: 332) uurimuse järgi 74–82% aktsiatest. Tagasiostud on paindlikumad ka investori tasandil, pakkumised ei kohusta aktsiaid tagasi müüma. Iga investor

saab otsuse teha lähtuvalt oma maksustamisest, rahavajadusest ja muudest teguritest.

- Suurematelt aktsiapakkide omanikelt aktsiate tagasiost. Juhul kui suur osa aktsiakapitalist on jaotunud suuremateks aktsiapakkideks siis aktsiate likviidsus turul võib olla madal ja see võib põhjustada madalamat aktsia hinda.
- Aktsiate soetamine töötajatele ja juhtkonnale mõeldud aktsiaoptsioonideks. Christine Jolls (1998: 28) jõudis oma empiirilises töös järeldusele, et ettevõtte, mille juhtkonnal on rohkem aktsiaoptsioone, valivad suurema tõenäosusega aktsiate tagasiostu kui dividendimaksed. Aktsiaoptsioonid omavad juhid eelistasid aktsiate tagasiostu põhjusel, kuna selline väljamakseviis on soodsam nende isiklikule rikkusele. Lisaks leiti, et juhtidele mõeldud aktsiaoptsioonid olid peamised põhjused, miks aktsiate tagasiostud USA-s 1970. aastate lõpus oluliselt kasvasid.
- Finantsvõimenduse suurendamiseks. Peale aktsiate tagasiostu väheneb bilansi kohustuste poolel omakapital ja seetõttu suureneb bilansis võõrkapitali osakaal. Eeldusel, et eksisteerib optimaalne finantsvõimenduse tase, mis maksimeerib ettevõtte väärtuse, võib aktsiate tagasiost ettevõtte väärtust tõsta (Dittmar 2000: 335).
- Maksustamistingimused. Aktsionärid võivad eelistada aktsiate tagasiostu, kui see on dividendidest otstarbekam või kui sellisel viisil aktsiate müük on maksusid arvestades soodsam aktsiate müügist aktsiaturul.
- Aktsiate soetamine teiste ettevõtete omandamistehinguteks. Maksuaspekti tõttu võib olla ettevõttele otstarbekas omada oma aktsiaid, mida kasutada teiste ettevõtete osaluste omandamise protsessis (Frankfurter *et al.* 2003: 211).
- Kontrolli muutuse soov ettevõttes. Kui ettevõtte juhtkond soovib oma osalust ettevõttes ja sellega ka kontrolli ettevõtte üle suurendada, siis on üheks võimaluseks teha aktsionäridele aktsiate tagasiostu pakkumine, kuid ise pakkumisest mitte osa võtta.
- Väiksemad kulud ettevõttele. Dividendid makstakse välja igale aktsionärile, mis tähendab suuremat aja- ja rahaliste vahendite kulu (Wiemer, Diel 2008: 299).

Kui antud motiivide osas valitseb majandusteadlaste seas suures osas üksmeel, siis küsimus, kas aktsiate tagasiostud asendavad dividende, tekitab eriarvamusi. Murali Jagannathan *et al.* (2000: 382) jõudsid oma uurimuses USA ettevõtete kohta järeldusele, et aktsiate tagasiost on pigem täiendus dividendidele, samale järeldusele jõudsid ka Henk von Eije ja William L. Megginson (2008: 348) oma empiirilises uurimuses Euroopa ettevõtete kohta. Gustavo Grullon ja Roni Michaely (2002: 1682) seevastu aga väidavad, et ettevõtted kasutavad aktsiate tagasiostu dividendimaksete asendamiseks.

Aktsiate tagasiostul võib eristada viite erinevat võimalust (Lease *et al.* 2000: 157):

- aktsiate tagasiost avatud turult (*open-market share repurchase*),
- fikseeritud hinnaga pakkumine (*fixed-price tender offer*),
- aktsiate tagasiost Hollandi-tüüpi oksjoniga (*Dutch-auction repurchase*),
- suunatud tagasiostupakkumine (*targeted stock repurchase*),
- loovutatav müügiõigus (*transferable put-rights distributions*).

Aktsiate tagasiost avatud turult on tagasiostu viisidest kõige levinum, ligikaudu 2/3 tagasiostudest USA-s tehakse seda meetodit kasutades (Emery *et al.* 2007: 526). Avatud turult tagasiostu meetodiga määrab ettevõtte ära tagasi ostetavate aktsiate koguse ja ajaperioodi, mis võib ulatuda mitme aastani. Oluline on märkida, et antud meetodiga ei ole ettevõtte kohustatud aktsiaid tagasi ostma, pigem on see võimalus.

Fikseeritud hinnaga pakkumise puhul määratakse kindlaks tagasiostetavate aktsiate maksimumarv ja fikseeritakse hind. Kui aktsionäride poolt pakutav aktsiate kogus on suurem kui ettevõtte esialgselt soovis osta, võib ettevõtte osta tagasi ka rohkem aktsiaid, tingimusel, et kõiki aktsionäre koheldakse võrdselt. Kui pakutavate aktsiate kogus on väiksem, kohustub ettevõtte need ka sel juhul ära ostma (Vermaelen 2005: 3).

Hollandi-tüüpi oksjoni tagasiostuga fikseerib ettevõtte hinnavaheemiku ja soovitava aktsiate koguse. Aktsionärid teevad omapoolsed pakkumised kogusele ja miinimum-hinnale, millega nad on nõus aktsiad müüma. Ettevõtte reastab pakkumised alates madalamatest hindadest, kuni soovitud aktsiate kogus on saavutatud, makstes kõikidele antud hinnatasemeni pakkujatele aktsiate eest ühesuguse hinna.

Nagu eelpool mainitud, on üheks aktsiate tagasiostu põhjuseks ettevõtte juhtkonna soov anda turule infot, et ettevõtte aktsia on alahinnatud. Mitmete teadlaste empiirilised uuringud on näidanud eeltoodud kolme kõige levinuma meetodi erinevat mõju sellise signaali andmisel. On leitud, et peale avatud turu pakkumise kaudu tagasiostu väljakuulutamist tõuseb turuhind ligikaudu 2%, fikseeritud hinnaga pakkumise puhul on see näitaja umbes 7% ja Hollandi-tüüpi oksjonil 8% (Comment, Jarrell 1991: 1262). Osa autorid toovad välja, et fikseeritud hinnaga pakkumise tulemusena võib turuhind tõusta ka 15% (Grullon, Ikenberry 2000: 37). Seega võtavad investorid Hollandi-tüüpi oksjonit ja fikseeritud hinnaga pakkumist märkimisväärselt tugevama signaalina kui avatud turu pakkumist. Samas tuleb märkida, et antud aktsiahinna tõus on turu esialgne reaktsioon infole, hiljem toimub suure tõenäosusega aktsia turuhinna mõningane langus.

Suunatud tagasiostupakkumine tähendab pakkumise adresseerimist ühele kindlale investorile või investorite gruppidele, pakkumise tingimused lepatakse kokku läbirääkimiste käigus ja aktsia hind võib kujuneda kõrgemaks või madalamaks turuhinnast. Üheks levinud tehinguks on pakkumise tegemine ühele kindlale, suurt osalust omavale investorile, kes soovib oma investeringust väljuda (Vermaelen 2005: 7). Turul müües põhjustab suure osaluse müük tõenäoliselt aktsia turuhinna alanemise ja müügiperiood võib olla pikk. Müük suunatud tagasiostupakkumise kaudu võimaldab leevendada toodud negatiivseid külgi. Urs C. Peyeri ja Theo Vermaeleni (2005: 363) uurimuse järgi tehakse 45% suunatud pakkumistest turuhinnast madalama hinnaga ja selle põhjuseks on just eeltoodud suuremate aktsiapakkide müük.

Loovutatav müügiõigus annab aktsionärile õiguse kindlaksmääratud koguse, hinnaga ja perioodi jooksul müüa ettevõttele oma aktsiad, ettevõttele on kohustus õiguse kasutamise korral aktsiad ära osta. Aktsionär, kes ei soovi oma õigust kasutada võib selle järelturul ära müüa, kuna sellised õigused on kaubeldavad. Peamine erinevus teiste tagasiostu võimalustega on sellest, müügiõiguse kaudu tagasiostul on rahaliste vahendite kasutamine ettevõtte poolt oluliselt paindlikum, tõenäoliselt müüvad investorid oma aktsiaid pikema perioodi jooksul ja osa ilmselt ei kasutagi oma müügiõigust.

Ettevõtted peavad aktsiate tagasiostu juures arvestama ka mitmete puudustega, mis tagasiostul võivad kaasneda. Sarnaselt dividendidega võib aktsiate tagasiost anda investoritele negatiivset infot, et ettevõttele puuduvad investeerimisvõimalused (Wiemer,

Diel 2008: 301). Ettevõtte võib maksta liiga kõrget hinda aktsiate eest, mis kahjustab aktsionäre, kes pakkumisest osa ei võta (Brigham, Houston 1999: 525). Kõrgem finantsvõimenduse tase võib tõsta ettevõtte laenukulusid ja vähendada finantspaindlikkust (Wiemer, Diel 2008: 301).

Kolmas, antud väljamaksevõimalustest kõige vähem levinud meetod on väljamaksed aktsiakapitali vähendamise kaudu. Kui dividendide puhul tehakse aktsionäridele väljamakseid vaba omakapitali arvelt, siis aktsiakapitali vähendamise puhul tehakse seda seotud omakapitalist, st peamiselt aktsiakapitalist.

Ettevõtted võivad eelistada aktsiakapitalist väljamakseid dividendidele peamiselt kahel põhjusel:

- Aktsiakapitalist väljamaksed on võrreldes dividendidega madalamalt maksustatud või neid ei maksustata üldse (Coombes, Tress 1979: 88; National Treasury...: 1; Liu *et al.* 2012: 3).
- Väljamakseid saab teostada ka seotud omakapitalist (Coombes, Tress 1979: 89). Kui plaanitavad väljamaksed aktsionäridele ületavad jaotamata kasumit võivad ettevõtted kasutada väljamakseteks aktsiakapitali, arvestades seadusandlike piirangutega.

Lisaks on võimalik kasutada aktsiakapitali vähendamist, sarnaselt aktsiate tagasiostule, ettevõtte kapitali struktuuri muutmiseks. Jen-Chang Liu *et al.* (2012: 45) poolt tehtud uurimuses eelistavad Taiwani ettevõtted võõrkapitali osakaalu suurendamiseks bilansis aktsiakapitali vähendamist aktsiate tagasiostule.

Negatiivsete aspektidena võib välja tuua aktsiakapitalist väljamaksete küllalt suure ajakulu ja rahalise kulu toimingutele. Austraalias võib näiteks väljamakse teatest kuni väljamakseni kuluda keskmiselt 6 kuud (Coombes, Tress 1979: 89). Eestis on minimaalseks perioodiks ligi 7 kuud (Sander 2011: 64). Pikema ajakulu põhjuseks on aktsiakapitalist väljamaksete suurem seadusandlik reguleeritus vältimaks võlausaldajate huvide kahjustamist.

Eestis on aktsiakapitali vähendamine ja sellega seotud väljamaksed aktsionäridele reguleeritud Äriseadustiku 29. peatüki 2. jaos. Aktsiakapitali vähendamise juures tuleb arvestada järgmiste olulisemate piirangute ja nõuetega:

- otsuse poolt peab olema vähemalt 2/3 üldkoosolekul esindatud häälest;
- aktsiakapitali võib vähendada aktsiate nimiväärtuse või arvestusliku väärtuse vähendamisega või aktsiate tühistamisega;
- aktsiakapital ei tohi langeda alla Äriseadustikus toodud miinimumi, mis üldjuhul on 25 000 eurot;
- aktsiaselts peab tagama võlausaldajate nõuded.

Äriseadustikus on ette nähtud ka lihtsustatud aktsiakapitali vähendamine, mille eesmärgiks on ettevõtte kahjumi katmine. Lihtsustatud vähendamise puhul võlausaldajate teavitamiskohustust ei ole, keelatud on teha väljamakseid vähendatud kapitali arvelt.

Väljamaksepoliitikaalases kirjanduses käsitletakse sageli alternatiivse väljamaksevõimalusena ka aktsiadividende (*stock dividends*). Aktsiadividendide korral ei maksta aktsionäridele raha, vaid antakse dividende, proportsionaalselt nende senisele osalusele ettevõttes. Sageli antakse aktsiadividende rahaliste dividendide asemel või kombineerituna nendega. Sisuliselt on tegemist omakapitali kirjetel (aktsiakapital, jaotamata kasum, aazio) olevate summade omavaheliste muutustega (Gitman, Zutter 2009: 475). Aktsiadividendide tehinguga kasvab aktsionäri omanduses olevate aktsiate arv, kuid aktsionäri rikkus jääb samaks, kuna ettevõtte väärtus jaguneb nüüd suurema arvu aktsiate vahel ja aktsia hind langeb (Clayman 2008: 222). Kokkuvõttes on aktsiadividendide puhul tegemist pigem tingliku väljamaksega aktsionäridele ja seetõttu põhjalikumalt seda käesolevas töös ei käsitleta.

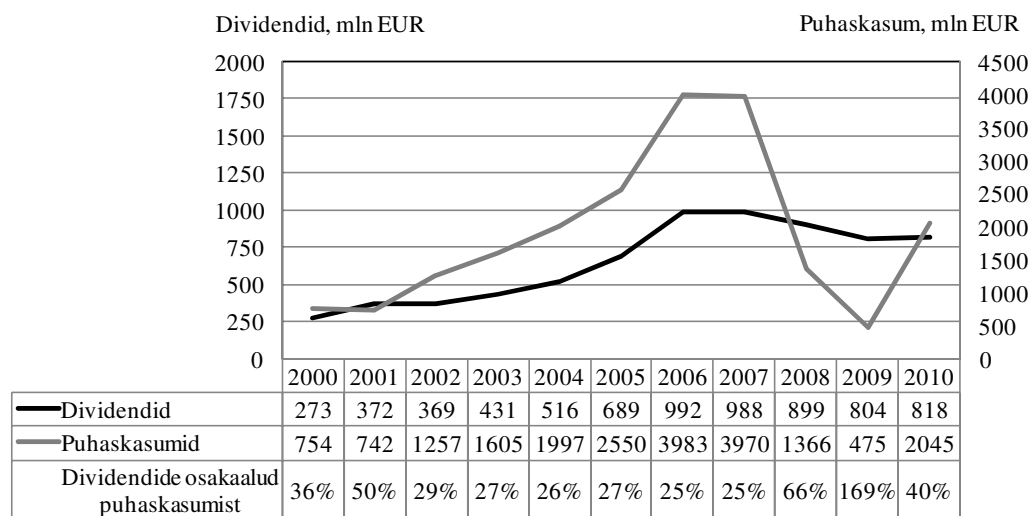
2. EESTI ETTEVÕTETE DIVIDENDIPOLIITIKA EMPIIRILINE ANALÜÜS

2.1. Dividendide dünaamika analüüs agregeeritud andmete alusel

Käesolevas alapeatükis vaadeldakse Eesti ettevõtete poolt viimastel aastatel tehtud dividendiotsuseid. Lisaks analüüsitakse, kuidas jaotuvad dividendid erinevate majandusharude vahel ja kuidas need on seotud ettevõtete üldiste majandusnäitajatega.

Dividendide dünaamika analüüsiks on kasutatud Statistikaameti poolt kogutud üldisemaid andmeid aastatel 2000–2011, detailsemad andmed dividendide jagunemise kohta majandusharude lõikes on alates 2005. aastast. Oluline on ära märkida, et Statistikaamet kogub andmeid ainult ettevõtete poolt väljakuulutatud dividendide kohta, mis esitatakse nende väljakuulutamise aastal (Kõvask 2012). Väljakuulutatud dividendid võivad aga erineda reaalselt väljamakstud dividendidest ja lisaks võib ettevõtte otsustada väljamaksmise edasilükkamise näiteks väljakuulutamisele järgnevale aastale. Samas aga ei takista need asjaolud järelduste tegemist dividendide otsustamise ja seda mõjutavate tegurite vahel.

Esmalt analüüsitakse puhaskasumi mõju dividendidele, nende muutused aastatel 2000–2010 on toodud joonisel 8. Dividendid on toodud joonisel ajalise nihkega üks aasta varasemaks, nt on 2011. aasta dividende võrreldud 2010. aasta puhaskasumiga. Selle põhjuseks on asjaolu, et dividendid otsustatakse eelneva aasta majandustulemuste alusel. Samas peab arvestama ka sellega, et dividendisummasid võivad mõjutada ka dividendide otsustamise aasta majandusolukord, ehk siis antud juhul 2011. aasta. Seda näiteks sel juhul kui 2011. aasta alguse halvenenud majandusnäitajate tõttu loobutakse dividendide maksmisest, hoolimata 2010. aasta headest tulemustest.



Joonis 8. Eesti ettevõtete dividendid¹, puhaskasumid ja dividendide osakaalud puhaskasumitest aastatel 2000–2010, ilma finantsasustusteta, mln EUR (Statistika andmebaas 2013; Kõvask 2012); autori arvutused.

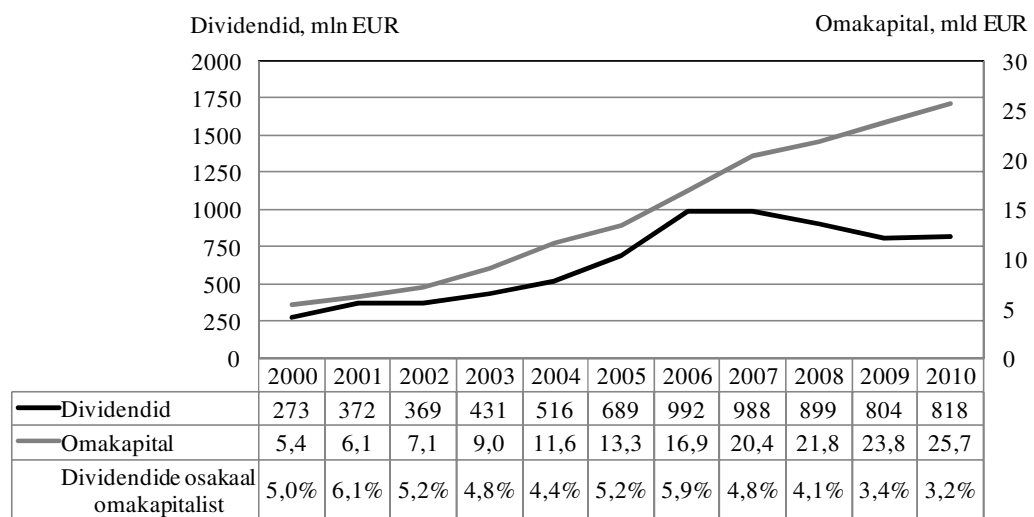
Joonisel toodud 2008–2009 toimunud olulise kasumilanguse põhjuseks oli majanduskriis, SKP kasv seiskus 2008. aastal ja 2009. toimus SKP langus. Jooniselt on näha, et dividendid on oluliselt vähem volatiilsemad kui puhaskasumid, mis ühtib ka käesoleva töö teoreetilises osas toodud seisukohtadega. Tähelepanuväärne on 2009. aasta, kui dividendid ületasid puhaskasumeid üle 1,5 korra. Kuna tegemist on agregeeritud andmetega, siis on selline väljamaksekordaja võimalik. Lisaks võivad aruandeaastal kahjumis olevad ettevõtted maksta dividende ka eelmiste perioodide jaotamata kasumi arvelt.

Jooniselt on ka näha, et dividendid kalduvad üldjoontes järgima kasumeid, mis on samuti kooskõlas teoreetiliste seisukohtadega. Tuntavam oli see seos kuni 2009. aastani, aastatel 2009–2010 kasvasid dividendid minimaalselt, vaatamata kasumite olulisele kasvule. Viimase põhjuseks võib olla asjaolu, et ettevõtted muudavad oma dividendipoliitikat tuginedes pikemaajalisele prognoosile ja kuna 2010. aastal valitses majanduses veel suhteline ebakindlus, siis enamus ettevõtteid otsustas dividende veel mitte tõsta. Dividendide osakaalud puhaskasumist on antud aastate jooksul püsinud

¹ Üheaastase nihkega varasemaks.

suhteliselt stabiilsena, välja arvatud aastatel 2008–2009, kui toimusid olulised langused ettevõtete kasumites, samas kui dividendid märkimisväärselt ei muutunud.

Järgmisena on joonisel 9 välja toodud omakapitali muutused ja dividendide osakaalud omakapitalist. Kui eelnevalt analüüsisime dividendide osakaalu majandusaasta puhaskasumist, siis kogu omakapital sisaldab ka eelnevatel perioodidel akumulbeerunud kasumit ja dividendide osakaal omakapitalist võimaldab analüüsida kui palju omanikele kuuluvatest vahenditest makstakse dividendideks.

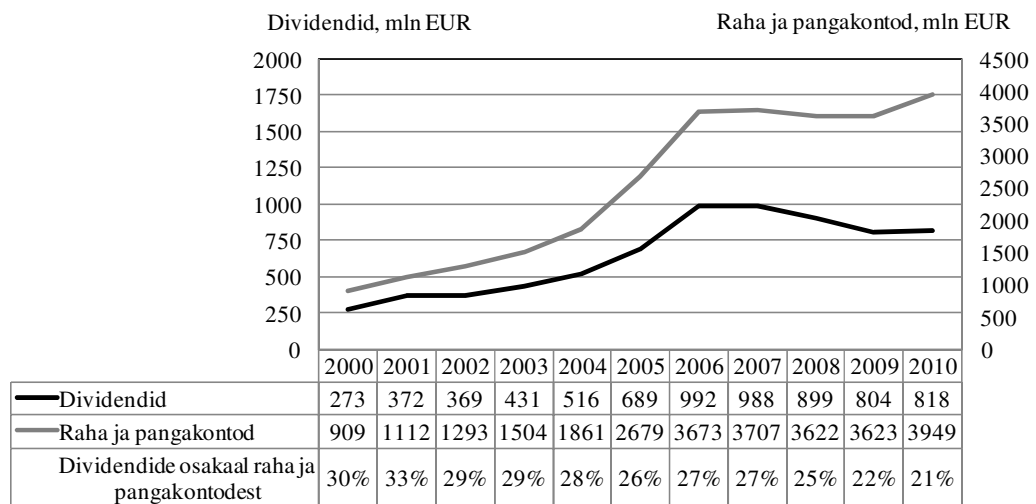


Joonis 9. Eesti ettevõtete dividendid², omakapital ning dividendide osakaalud omakapitalist aastatel 2000–2010, dividendid mln EUR, omakapital mld EUR, ilma finantsasutusteta (Statistika andmebaas 2013; Kõvask 2012); autori arvutused.

Omakapitalis on toimunud pidev suurenemine, mida võib pidada ka loogiliseks, kuna ettevõtete arv on sellel perioodil oluliselt kasvanud, 2000. aastal oli ettevõtteid 46 tuhat, 2011. aastal u. 104 tuhat (Statistika andmebaas 2013). Osakaalu osas võib joonisel välja tuua kaks peamist perioodi, kuni aastani 2006 on osakaal olnud küllalt kõikum, alates 2006. aastast on näitaja olnud pidevas languses. Languse põhjuseks võib taaskord pidada majanduskriisi aastatel 2008–2009 ja ehkki 2010. aasta oli ettevõtetele juba mõnevõrra parem, ei ole dividendide osakaal omakapitalist taastunud võrreldes majanduskriisile eelnenud aastatega.

² Üheaastase nihkega varasemaks.

Kolmandaks analüüsitavaks teguriks on ettevõtte likviidsete vahendite maht, ettevõtte võib teenida piisavat kasumit dividendide maksmiseks, kuid reaalselt tehakse seda siiski tegelike rahaliste vahendite arvelt. Dividendide seosed rahaliste vahendite suurusetega on ära toodud joonisel 10, raha ja pangakontod on esitatud aasta lõpu seisudega.



Joonis 10. Eesti ettevõtete dividendid³, raha ja pangakontode seis ning dividendide osakaalud raha ja pangakontodest aastatel 2000–2010, ilma finantsasutusteta, mln EUR (Statistika andmebaas 2013; Kõvask 2012); autori arvutused.

Jooniselt on näha, et ettevõtete likviidsetes vahendites ei ole toimunud selliseid ulatuslikke kõikumisi nagu kasumites. Sarnaselt kasumile, kalduvad dividendid järgima ka likviidsete vahendite mahte. Kuna likviidsete vahendite mahtude kasv on antud aastatel püsinud suhteliselt stabiilne, on ka dividendide osakaal likviidsetest vahenditest küllalt stabiilne, jäädes 21% ja 33% vahele. Siiski võib märgata teatavat dividendide osakaalu langustrendi alates 2007. aastast. Kokkuvõttes on ettevõtte likviidsete vahendite ja dividendide vahel olemas samuti positiivne seos ja rahaliste vahendite seis on tõenäoliselt üheks dividendide väljamakse teguriks.

Järgnevalt vaatleme dividendide jaotumist ja dünaamikat majandusharude lõikes ning võrdleme dividende sektorite puhaskasumitega, kui ühe olulisema dividendipoliitikat

³ Üheaastase nihkega varasemaks.

mõjutava teguriga. Majandusharude dividendide ja puhaskasumite andmed aastatel 2005–2011 on toodud töö lisades 1 ja 2, mille järgi on koostatud tabel 2.

Tabel 2. Eesti ettevõtete poolt väljakuulutatud dividendide ja puhaskasumite agregeeritud andmed majandusharude lõikes aastatel 2005–2011.

Majandusharu ⁴	Dividen- dide osakaal kogudivi- dendist	Dividen- dide standard- hälve	Puhas- kasumi osakaal kogu puhas- kasumist	Puhas- kasumi standard- hälve	Dividen- dide väljamakse- kordaja ⁵
Majandusharud kokku	100%	23%	100%	147%	36%
Põllumajandus, metsamajandus ja kalapüük ⁶	1%	95%	4%	541%	29%
Mäetööstus	1%	284%	1%	150%	75%
Töötlev tööstus	10%	27%	16%	329%	24%
Elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine	13%	160%	8%	94%	62%
Veevarustus; kanalisatsiooni, jäätme- ja saastekäitlus	2%	48%	1%	26%	69%
Ehitus	8%	67%	8%	350%	33%
Hulgi- ja jaekaubandus; mootorsõidukite ja mootorrataste remont	16%	43%	18%	3366%	32%
Veondus ja laondus	8%	41%	8%	115%	34%
Majutus ja toitlustus	1%	35%	0%	339%	46%
Info ja side	13%	42%	7%	31%	60%
Kinnisvaraalaane tegevus	6%	51%	12%	298%	18%
Kutse-, teadus- ja tehnikalaane tegevus	18%	38%	12%	228%	52%
Haldus- ja abitegevused	2%	31%	3%	89%	24%
Haridus	0%	43%	0%	100%	32%
Tervishoid ja sotsiaalhooletamine	1%	30%	1%	33%	45%
Kunst, meelelahutus ja vaba aeg	1%	62%	1%	664%	41%
Muud teenindavad tegevused	0%	386%	0%	116%	46%

Allikas: (Statistika andmebaas 2013); autori arvutused.

Üsna selgelt eristuvad teistest nelja suurema dividendide summaga majandussektorit: elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine; hulgi- ja

⁴ EMTAK 2008 klassifikatsioon.

⁵ Dividendid võetud üheaastase nihkega varasemaks.

⁶ Dividendide kohta 2005-2008 andmed puuduvad.

jaekaubandus, mootorsõidukite ja mootorrataste remont; info ja side; kutse-, teadus- ja tehnikaalne tegevus. Antud sektorite dividendid moodustavad 58% kogudividendidest. Samade sektorite puhaskasumite kogusumma moodustab kogu puhaskasumist 46%.

Dividendide volatiilsuse mõõtmiseks on kasutatud dividendide muutuste standardhälvet - mida suurem on standardhälve, seda suurem on ka volatiilsus. Tabelist on näha, et majandusharude kokkuvõttes on dividendide standardhälve 23%. Võrdluseks võib ära tuua USA ettevõtete vastava näitaja sama perioodi kohta, mis oli 19% (Archival ... 2012a; autori arvutused). Sellest võib järeldada, et kokkuvõttes muudavad Eesti ettevõtted dividende mõnevõrra suuremal määral kui USA ettevõtted. Sarnaselt Eesti andmetega oli ka USA omade puhul tegemist agregeeritud andmetega.

Dividendide standardhälbeid analüüsides selgub, et keskmisest standardhälbest oli standardhälve madalam ainult kahel majandussektoril - töötleva tööstusel ning majutusal ja toitlustusal. Sellest võib järeldada, et dividendisummad on antud aastate jooksul sektorite vahel ümber jaotunud, seda on näha ka lisades 1 ja 2 toodud andmetes. Näiteks, kui enamus sektorites dividendid 2009. aastal vähenesid, siis kahes sektoris (elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine ning info ja side) dividendid kasvasid märkimisväärselt. Suures osas oli dividendide kasv seotud AS Eesti Telekomiga poolt makstud dividendidega - kui 2008. aastal maksti dividende summas 92 miljonit eurot, siis 2009. aastal maksti 154 miljonit eurot (NASDAQ ... 2013). Nagu lisas 1 toodud tabelist näha, moodustavad antud ettevõtte dividendid suurema osa kogu sektori dividendidest. Teiseks oluliseks dividendide kasvu põhjuseks oli AS Eesti Energia poolt makstud dividendid. 2007/2008 majandusaastal otsustati dividende maksta summas 42 miljonit eurot, 2008/2009 majandusaastal oli summaks 87 miljonit eurot (Eesti Energia ... 2012).

Ettevõtete puhaskasumite volatiilsus oli perioodil 2005–2011 märkimisväärselt suurem, kui dividendide volatiilsus. Puhaskasumeid mõjutas antud perioodil oluliselt majanduskriisi aastad. Näiteks 2007. aastal oli ettevõtete kogukasum 3,9 miljardit eurot, siis 2009. aastal langes kogukasum 0,474 miljardi euroni. USA ettevõtete sama perioodi puhaskasumi standardhälve oli 15% (Archival ... 2012b; autori arvutused), Eesti näitaja oli 147%, mis näitab Eesti majanduskeskkonna oluliselt suuremat mõjutatust majanduskriisidest.

Majandussektorite keskmiseks dividendide väljamaksekindajaks (dividendide osakaal puhaskasumist) kujunes 36%. USA ettevõtete keskmine väljamaksekindaja samal perioodil oli 55% (Archival ... 2012a; Archival ... 2012b; autori arvutused), Euroopa ettevõtetele ligikaudu 45% (High ... 2012: 9). Seega on Eesti ettevõtete väljamaksekindaja keskmisest madalam, selle üheks põhjuseks võib pidada Eesti maksusüsteemi, mis soodustab kasumi reinvesteeringut. Teiseks põhjuseks võib samuti pidada Eesti maksusüsteemi, mille puhul ei teki ettevõtetele üldjuhul erilist ajendit oma kasumit varjata või vähendada. Lisaks võib madalam väljamaksekindaja olla põhjustatud ka ettevõtete keskmisest lühemast tegevusajaloost - kasvufaasis olevate ettevõtete dividendid on tavapäraselt madalamad küpsusfaasis olevate ettevõtete dividendidest.

Tabelist 2 on näha, et väikseim dividendide väljamaksekindaja oli kinnisvarasektoris (18%) ja suurim mätööstuses (75%). USA S&P 1500 börsiettevõtte viimase viie aasta kahe suurima väljamaksekindajaga sektorid olid kommunaal-ettevõtted 58%-ga ja telekommunikatsioon 40%-ga (To gauge ... 2012: 4). Samad sektorid olid ka Eestis suurimate väljamaksekindajatega sektorite hulgas, vastavalt 69% ja 60%. Oluline erinevus on energiasektoris, kui USA-s oli väljamaksekindajaks 12%, siis Eestis 62%. Viimase küllalt kõrge näitaja põhjuseks võib pidada Eesti Energia AS-i omaniku ehk Eesti riigi dividendipoliitikat, kuna antud ettevõtte dividendid moodustavad olulise osa sektori dividendidest.

2.2. Dividendide dünaamika analüüs ettevõttepõhiste andmete alusel

Eelmises alapeatükis kasutati analüüsimiseks agregeeritud andmeid. Käesolevas ja järgnevas alapeatükis analüüsime millised finants- ja muud tegurid mõjutavad ettevõtete dividendimakseid, kasutades selleks ettevõttepõhiseid andmeid. Kui eelnevas alapeatükis uuriti ainult dividendide seoseid erinevate näitajatega, siis järgnevas osas analüüsitakse ka omaaktsiate tagasiostuga seotud väljamakseid. Lisaks finantsteguritele analüüsitakse ka dividendide seoseid ettevõtete omanike struktuuri ja vanusega.

Analüüsiks kasutatavad andmed on saadud Äriregistri andmebaasist, kuhu esitavad majandusaasta aruandes nõutud andmed kõik Eesti registreeritud ettevõtted. Tegemist

on ühe põhjalikuma andmebaasiga Eesti ettevõtete kohta, mida võib pidada usaldusväärseks allikaks. Samas on oluline märkida, et Äriregister ei teosta kontrolli ettevõtete poolt esitatud andmete sisulise poole üle.

Uuritavad tegurid on võetud põhiliselt ettevõtete bilanssidest, kasumiaruannetest ja rahavoogude aruannetest. Vajadusel moodustatakse antud aruannetest saadud andmete alusel suhtarvud, mida samuti analüüsil kasutatakse. Kuna rahavoogude aruanne, kust on võetud dividendide ja omaaktsiate tagasiostu summad, on olemas alates 2008. aastast, siis on analüüsitavaks perioodiks 2008–2011. Osades eelnevates dividende käsitlevates uurimistöodes on analüüsitava perioodi algusaasta olnud ka varasem, kuid sel juhul on dividendisumma tuletatud bilansi omakapitalikirjete muutuste kaudu (vt valem 1). Seda võib lugeda mõnevõrra eksitavaks, kuna muutused võivad olla seotud näiteks ka fondiemissioonide korraldamise või reservide moodustamisega.

$$(1) \quad \text{dividendid} = \text{eelmiste perioodide jaotamata kasum}_{t-1} + \text{aruandeaasta kasum}_t - \text{eelmiste perioodide jaotamata kasum}_t$$

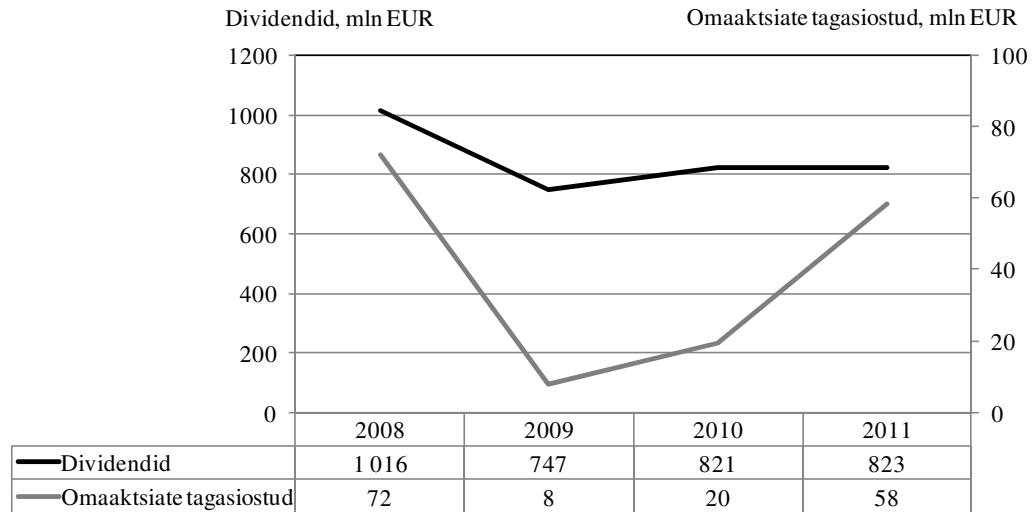
Valimisse on kaasatud kõik perioodil 2008–2011 tegutsenud ettevõtted, eeldusel, et nende kohta on olemas piisavad andmed analüüsi teostamiseks. Kokku analüüsiti toodud aastate jooksul kokku 32 445 väljamakset. Väljamakseid teostanud ettevõtete arv ja ettevõtete arv kokku eeltoodud perioodil on toodud tabelis 3.

Tabel 3. Ettevõtete koguarv ja erinevaid väljamakseliike kasutanud ettevõtete arv aastatel 2008–2011, osakaaludega.

	2008		2009		2010		2011	
Ettevõtteid kokku	72 794		95 302		83 266		89 478	
Väljamakseid teostanud ettevõtteid	8 754	12,0%	7 704	8,1%	7 709	9,3%	8 278	9,3%
Dividende maksnud ettevõtteid	8 542	11,7%	7 371	7,7%	7 397	8,9%	7 876	8,8%
Omaaktsiaid tagasi ostnud ettevõtteid	283	0,39%	361	0,38%	338	0,41%	468	0,52%
Samaaegselt dividende maksnud ja omaaktsiad tagasi ostnud ettevõtteid	71	0,10%	28	0,03%	26	0,03%	66	0,07%

Allikas: (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Joonisel 11 on välja toodud dividendideks ja omaaktsiate tagasiostuks makstud summad, tuginedes Äriregistri andmebaasile.



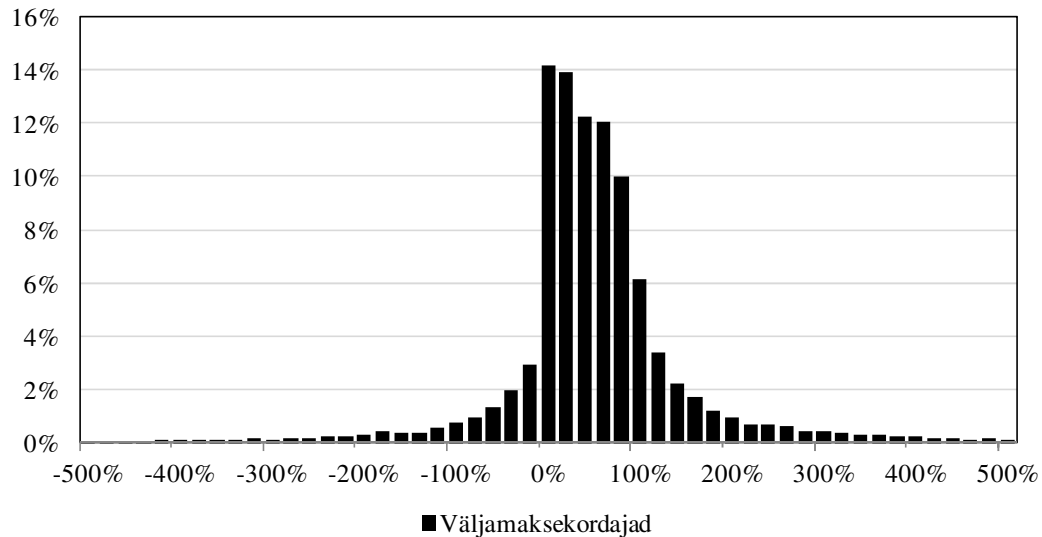
Joonis 11. Dividendid ja omaaktsiate tagasiostu summad aastatel 2008–2011, mln EUR (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Ehkki toodud periood on küllalt lühike, on näha USA-ga sarnaseid trende (vt joonis 7, lk 29), omaaktsiate tagasiostu eest makstud summad on oluliselt volatiilsemad, kui dividendideks makstud summad. Samas ei saa aktsiate tagasiostu Eestis pidada nii levinuks, kui näiteks USA-s. Kui Eestis moodustasid 2008. aastal aktsiate tagasiostud kogu väljamaksetest umbes 7%, siis USA-s on alates 2005. aastast aktsiate tagasiostu summad ületanud dividendideks makstud summasid (Dittmar 2008: 29). Ka tabelist 3 on näha, et omaaktsiad tagasi ostnud ettevõtete osakaal väljamakseid teostanud ettevõtetest on väga madal, olles perioodil 2008–2011 keskmisena umbes 4%.

Dividendide väljamaksekordajad on sagedasti uuritud näitajad dividendialastes uurimustöodes, seetõttu peatutakse käesolevas töös sellel teemal pikemalt. Väljamaksekordaja näitab, kui suure osa aruandeaasta puhaskasumist makstakse dividendidena välja. Käesolevas töös analüüsitavate andmete baasil saadud väljamaksekordajate jaotus on näidatud joonisel 12, tulbad on toodud sammuga 20%. Väljamaksekordajate arvutamiseks on dividendid võetud üheaastase nihkega varasemaks, nt 2011. aasta dividende on võrreldud 2010. aasta kasumiga. Jooniselt on

välja jäetud väljamaksekindajad alla -500% ja suuremad üle 500%, sellesse vahemikku mahtus umbes 95% kõigist väljamaksekindajatest.

Väljamaksekindajate osakaalud



Joonis 12. Dividendide väljamaksekindajate osakaalud aastatel 2007–2010 (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Jooniselt selgub, et suurim osa väljamaksekindajatest (62%) oli vahemikus 0% kuni 100%, mida võib pidada ka loogiliseks, kuna eeldatavalt on aruandeaasta puhaskasum oluline dividendimaksete tegur. 13% ettevõtete puhul oli väljamaksekindaja negatiivne, põhjuseks aruandeaasta kahjum, seega toimus dividendide väljamaksmine eelmiste perioodide jaotamata kasumi arvelt. 25% ettevõtete puhul oli väljamaksekindaja üle 100%, mis tähendab, et dividende maksti nii aruandeaasta puhaskasumi kui eelmiste perioodide jaotamata kasumi arvelt.

Väljamaksekindajate dünaamika analüüsimiseks perioodil 2007–2010 on koostatud tabel 4. Tabelist võib leida sarnasusi ettevõtete üldise majandusliku olukorra muutumisega. Kui 2008–2009 ettevõtete tulemused halvenesid, suurenes negatiivse väljamaksekindajaga ettevõtete osakaal. See võib viidata teoreetilises osas toodud seisukohale, et tulemuste halvenedes jätkavad ettevõtted üldjuhul dividendide maksmist ja dividendipoliitikat üldjuhul ei muudeta.

Tabel 4. Väljamaksekordajate osakaalude muutused perioodil 2007–2010.

Dividendide väljamaksekordaja	2007	2008	2009	2010
alla 0%	7%	14%	20%	14%
0% kuni 100%	71%	63%	53%	59%
üle 100%	21%	23%	27%	28%

Allikas: (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Järgnevalt on tabelis 5 ära toodud väljamaksekordajad majandusharude lõikes. Parema ülevaate saamiseks on ära toodud nii väljamaksekordajate aritmeetilised keskmised kui mediaanid. Aritmeetilise keskmise arvutamise juures on tulemuste moonutatuse vähendamiseks välja jäetud 2,5% väikseimatest ja 2,5% suurimatest väljamaksekordajatest, seega on valimisse kaasatud 95% dividende maksnud ettevõtete väljamaksekordajatest. Mediaan on saadud kõikide dividende maksnud ettevõtete väljamaksekordajate alusel.

Tabelist on näha, et vaatamata äärmuslike väljamaksekordajate väljajätmisele aritmeetilise keskmise arvutamise juures, on elektrienergia sektori näitaja ebaloomulikult kõrge. Selle põhjuseks on antud sektori väike ettevõtete arv, mistõttu ei ole 95% valimi suurus antud juhul piisav moonutuste kõrvaldamiseks. Valimi vähendamine 90%-ni üldkogumist andis väljamaksekordajaks 151%, mis võrreldes teistega on endiselt ebaloomulikult kõrge näitaja. Seetõttu on antud juhul sektorite võrdlemiseks kasutatud mediaani.

Suurima väljamaksekordajaga sektoriks kujunes tervishoid (80%), millele järgneb haridus (76%) ning info ja side (70%). Antud sektorid on suurimate hulgas ka arvestades aritmeetilist keskmist, kui välja jätta elektrienergia sektor. Nimetatud sektorite agregeeritud andmed, mis on toodud tabelis 2 lk 40, on näha, et agregeeritud andmete korral on antud sektorite väljamaksekordajad madalamad, vastavalt 45%, 32% ja 60%. Toodud erinevuse peamine põhjus on näitajate arvutamise põhimõte, esimesel juhul seda tehtud ettevõttepõhiste andmete alusel, teisel juhul koondandmetega.

Tabel 5. Väljamaksekindajad majandusharude lõikes perioodil 2007–2010.

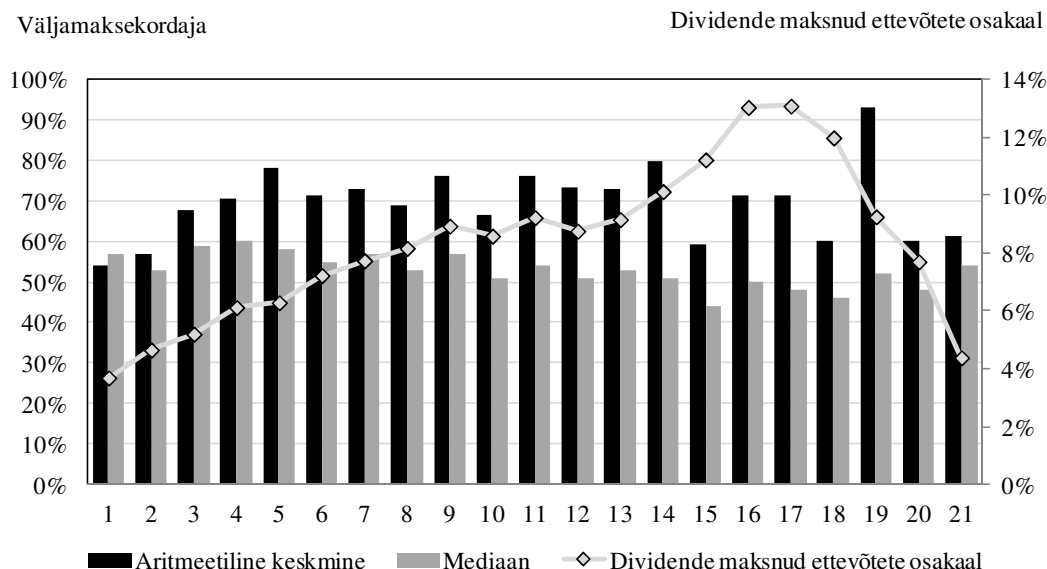
Majandusharu ⁷	Väljamaksekindaja aritmeetiline keskmine	Väljamaksekindaja mediaan
Põllumajandus, metsamajandus ja kalapüük	61%	27%
Mäetööstus	76%	51%
Töötlev tööstus	63%	42%
Elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine	322%	59%
Veevarustus; kanalisatsiooni, jäätme- ja saastekäitlus	41%	42%
Ehitus	59%	42%
Hulgi- ja jaekaubandus; mootorsõidukite ja mootorrataste remont	66%	47%
Veondus ja laondus	60%	47%
Majutus ja toitlustus	57%	50%
Info ja side	82%	70%
Kinnisvaraalaane tegevus	58%	39%
Kutse-, teadus- ja tehnikaalaane tegevus	79%	67%
Haldus- ja abitegevused	85%	55%
Haridus	81%	76%
Tervishoid ja sotsiaalhoolekanne	88%	80%
Kunst, meelelahutus ja vaba aeg	64%	65%
Muud teenindavad tegevused	64%	66%

Allikas: (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Teistest oluliselt madalama väljamaksekindajaga sektoriks, arvestades mediaani, kujunes põllumajandus (27%). Antud sektori näitaja agregeeritud andmete puhul oli üsna sarnane (29%). Teise haruna võib esile tuua kinnisvara, mille väljamaksekindaja osutus madalaks nii ettevõtete põhiselt arvutades (39%), kui ka agregeerituna (18%).

Dividendide väljamaksekindaja ja ettevõtte vanuse vaheline seos on toodud joonisel 13. Sarnaselt eelmises tabelis tooduga, on ka sellel joonisel aritmeetilise keskmise arvutamiseks välja jäetud äärmuslikud suurused ning kindajad on leitud 95% väljamaksekindajate baasil. Mediaan on leitud kõikide dividendide maksnud ettevõtete väljamaksekindajate alusel.

⁷ EMTAK 2008 klassifikatsioon.



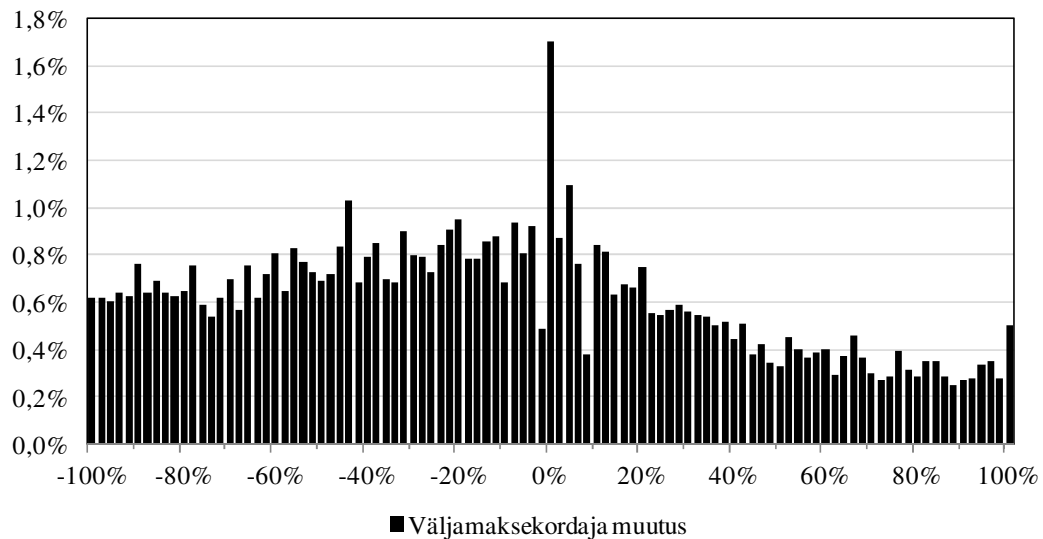
Joonis 13. Dividendide väljamaksekindajad ettevõtete vanuste lõikes ja dividendide maksnud ettevõtete osakaal kõikidest ettevõtetest aastatel 2007–2010 (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Analüüsides toodud aritmeetilisi keskmisi, võib ettevõtte vanuse järgi jaotada kolme gruppi. Esimene on ettevõtte vanusega kuni 5 aastat, teise grupi moodustavad ettevõtte vanusega 5–14 aastat ja kolmandad vanusega üle 14 aasta. Antud gruppide keskmised väljamaksekindajad on vastavalt 65%, 74% ja 69%. Üldjoontes võib antud näitajate ja joonise alusel leida sarnasusi ettevõtte elutsükli teooriaga, mille järgi ettevõtte algusaastatel makstakse dividendide vähem ja küpsusfaasis rohkem. Mediaankeskmisi analüüsides võib täheldada oluliselt väiksemaid kõikumisi aastate lõikes. Kui aritmeetilise keskmise väikseim väärtus on 54% ja suurim 80% (jättes välja 19. aasta, mis on ebaloomulikult kõrge), siis mediaani puhul on väikseim 44% ja suurim 60%. Ka mediaani muutustes võib leida teatud sarnasusi ettevõtte elutsükli teooriaga, ehkki need on oluliselt nõrgemad, kui aritmeetilisel keskmisel. Mediaani muutustes võib märgata kasvu kuni neljanda aastani, peale seda on väljamaksekindaja vähenemise trendiga. Erinevalt väljamaksekindajatest võib dividendide maksnud ettevõtete osakaalu muutustes näha olulisemalt tugevamat seost mainitud teooriaga. Aastavanustest ettevõtetest maksid dividendide ainult 3,7%, vanuse kasvades suurenes ka

dividendimaksjate osakaal ja kõrgeim dividende maksnud ettevõtete osatähtsus oli 17-aastaste ettevõtete hulgas, kui dividendimaksjaid oli 13,1%.

Dividendide väljamaksekordajate muutuste analüüsi tulemused on toodud joonisel 14. Tulemused on saadud ettevõtete alusel, kes antud perioodil vähemalt kahel järjestikusel aastal maksid dividende. Kordajate muutused on toodud 2% sammuga.

Väljamaksekordajate muutuste osakaalud



Joonis 14. Dividendide väljamaksekordajate muutused aastatel 2007–2010 (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Kordajate muutuste analüüs näitas, et 48,0% juhul dividendide väljamaksekordajad vähenesid, 1,2% juhul jäid samaks ja 50,8% korral suurenesid. Umbes 62% väljamaksekordajate muutustest asuvad vahemikus -100% kuni 100%, antud muutuste jagunemised on näidatud ka joonisel. Märkimisväärse osa kordajate vähenemist võib seletada majanduslanguse aastatega uuritaval perioodil.

Saadud tulemused näitavad teatud sarnasusi samalaadsete välismaiste uurimustega. Dividendide muutusi kajastaval joonisel 4 lk 11 on näha, et suurima osa moodustasid ettevõtted, kes dividendimakseid aktsia kohta ei muutnud. Ka Eesti puhul võib esile tuua, et suurima osakaaluga olid väljamaksekordajad, mis ei muutunud. Oluline erinevus on siinjuures selliste ettevõtete osakaaludes kõikidest ettevõtetest, kui

välismaiste ettevõtetele on osakaaluks umbes 26%, siis Eesti ettevõtete puhul on see 1,2%. Teiseks märkimisväärseks erinevuseks on Eesti ettevõtete oluliselt suurem vähenenud väljamaksekindajate osakaal, mida võib põhjendada eeltoodud majanduslanguse teguriga ja lühikese analüüsiperioodiga. Välismaise analüüsi aluseks oli oluliselt pikem ajavahemik ja seetõttu oli ka majanduslangustel väiksem negatiivne mõju lõpptulemuse kujunemisele.

2.3. Väljamakseid mõjutavate tegurite iseloomustus

Edasiseks analüüsimeetodiks on korrelatsiooni- ja regressioonianalüüs, mis teostatakse tarkvarapaketi SPSS abil. Sõltuvateks muutujateks on regressioonianalüüsis valitud järgmised näitajad:

- väljamakstud dividendide summad,
- dividendide ja omakapitali suhtarv,
- dividendide ja aruandeaasta kasumi suhtarv ehk dividendide väljamaksekindaja,
- dividendide ja aruandeaasta kasumi + eelmiste perioodide jaotamata kasumi suhtarv ehk laiendatud dividendide väljamaksekindaja,
- omaaktsiate tagasiostu summad.

Toodud loetelust neljas muutuja, laiendatud dividendide väljamaksekindaja, on lisatud põhjusel, et uurida dividendide väljamaksekindaja seoseid sõltumatute muutujatega, arvestades ka eelnevate perioodide puhaskasumeid. Teatavasti võivad ettevõtted lisaks aruandeaasta kasumile maksta dividende ka eelnevate perioodide jaotamata kasumi arvelt. Seetõttu võib anda laiendatud väljamaksekindaja kaasamine vajalikku lisainformatsiooni.

Aktsiakapitali tühistamisega seotud väljamaksete summasid ei ole uuritud, kuna vastavad kirjed Äriregistri andmebaasis puudusid. Välismaistes uurimustöodes on sõltuva muutujana kasutatud ka dividenditulusust (*dividend yield*), mille kasutamine on raskendatud põhjusel, et Eesti tingimustes on valdava osa ettevõtete aktsia hinna leidmine vägagi aeganõudev. Ainult vähestel Eesti börsiettevõtetel on see lihtsalt kättesaadav, samas kui paljudes suuremates välisriikides on selliste andmete hulk oluliselt suurem ja analüüsimine lihtsam.

Põhjusel, et dividende ja omaaktsiate tagasiostu summasid makstakse eelnevate perioodide finantstulemuste alusel, analüüsitakse väljamaksesummasid võrrelduna eelneva aasta finantsnäitajatega. Näiteks 2011. aastal väljamakstud dividende võrreldakse 2010. aasta näitajatega.

Analüüsides erinevaid kodu- ja välismaiseid dividendipoliitikat käsitlevaid uurimustöid, leiab töö autor, et alljärgnevad tegurid võivad olla ühed olulisemad, mis mõjutavad dividendipoliitikat. Peale nimetatute on eelnevates uurimustöödes analüüsitud ka mitmeid teisi näitajaid, nagu näiteks aktsionäridele suunatud vabad rahavood, tururaamatupidamisväärtuse suhtarv (*Market-to-book ratio*), kuid paljude selliste näitajate kasutamine käesolevas töös on andmete kättesaadavuse tõttu komplitseeritud. Välja on jäetud ka sisu poolest sarnased näitajad. Käesolevas töös on regressioonianalüüsi sõltumatute muutujatena kasutatud järgmisi näitajaid.

Netokäibe. Võib eeldada tugevat positiivset korrelatsiooni ettevõtte käibe ja dividendisummade vahel, tõenäoliselt maksavad suurema käibega ettevõtted ka suuremaid dividende. Lisaks absoluutnäitajate vahelisele positiivsele seosele on leitud ka, et suurema netokäibe puhul on dividendide väljamaksekordaja suurem (Chen, Dhiensiri 2009: 24).

Netokäibe kasvumäär. Kõrgem kasvumäär seostub sageli arengustaadiumis oleva ettevõttega, kelle võimalused väljamakseteks on piiratud, kuna ettevõtte vajab vahendeid arenguks ja investeeringuteks. Madala käibe kasvumääraga ettevõtte on tõenäoliselt küpsusfaasis, sel juhul võib eeldada ka suuremaid väljamakseid. Negatiivset seost netokäibe kasvumäära ja väljamaksete vahel näitas ka Jianguo Cheni ja Nont Dhiensiri uurimus (2009: 24). Netokäibe kasvumäär leitakse järgmiselt:

$$(2) \quad \text{netokäibe kasvumäär} = (\text{netokäibe}_t - \text{netokäibe}_{t-1}) / \text{netokäibe}_{t-1}$$

Koguvarad. Käesolevas töös mõistetakse koguvarade all bilansimahtu. Nagu alapeatükis 1.2. mainitud, on ettevõtte varade suurus üheks dividendipoliitikat mõjutavaks teguriks, suurem varade maht on eeldavalt ka suuremate väljamaksete põhjuseks aktsionäridele.

Põhivarade kasvumäär. Sarnaselt käibe kasvuga, võib ka põhivarade kasvumäära seostada ettevõtte elutsükliga. Kõrgema põhivarade kasvumääraga ettevõtetel on

rohkem investeerimisvõimalusi, mistõttu võib väljamaksete tegemine olla raskendatud. Madalam kasvumäär võib osutada sellele, et ettevõttel napib uusi kasumlikke investeerimisprojekte ja seetõttu on väljamaksed suuremad. Põhivarade kasvumäär leitakse valemiga:

$$(3) \quad \textit{põhivarade kasvumäär} = (põhivarad_t - põhivarad_{t-1}) / põhivarad_{t-1}$$

Koguvarade kasvumäär. Sarnane muutuja eelnevas punktis toodule, arvestab kogu bilansimahu muutust. Eeldatavalt vastassuunalise mõjudega väljamaksetele. Koguvarade kasvumäär saadakse valemiga:

$$(4) \quad \textit{koguvarade kasvumäär} = (koguvarad_t - koguvarad_{t-1}) / koguvarad_{t-1}$$

Eelmisel perioodil makstud dividendid. Alapeatükis 1.1 sai dividendide ühe omadusena kirjeldatud ka nende jäikust, st üldjuhul ettevõtted dividendide ei muuda. Dividende suurendatakse juhul, kui ollakse kindlad suuremate dividendide maksmise suutlikkuses pikema perioodi jooksul. Dividende vähendatakse tavapäraselt ainult äärmuslikes olukordades, kuna see võib anda turgudele negatiivse signaali. Seetõttu võib eeldada, et eelmisel perioodil makstud dividendide ja aruandeaastal makstud dividendide vahel on positiivne seos.

Aruandeaasta kasum. Eeldatavalt üks olulisemaid tegureid, mis mõjutab väljamakseid positiivselt. Ettevõtted saavad reeglina teha väljamakseid vabade omakapitali kirjete arvelt ja üks nendest on aruandeaasta kasum.

Eelmiste perioodide jaotamata kasum. Samalaadne näitaja eelmises lõigus toodule, tõenäoliselt olulise positiivse mõjuga väljamaksetele.

Võlakordaja. Ettevõtte võõrkapitali mahu näitaja, st suurem võlakordaja tähendab suuremat võõrkapitali kaasatust ja vastupidi. Suurem võõrkapital võib tähendada suuremaid laenumakseid, mis omakorda võib vähendada võimalusi väljamakseteks, seetõttu eeldatavalt võlakordaja kasvades väljamaksed vähenevad. Võlakordaja leitakse järgmiselt:

$$(5) \quad \textit{võlakordaja} = \textit{kohustused} / \textit{koguvarad}$$

Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja. Ettevõtte likviidsuse näitaja - mida suurem see on, seda laiemad on ka ettevõtte võimalused väljamakseteks, mis tähendab võimalikku positiivset seost näitajate vahel. Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja leitakse:

$$(6) \quad \text{lühiajalise võlgnevuse kattekordaja} = \text{käibevara/lühiajalised kohustused}$$

Omakapitali tootlikkus (*ROE - return on equity*). Suurus näitab kui palju teenib ettevõtte kasumit omanike poolt ettevõttesse paigutatud vahenditega. Nagu teisedki kasumiga seotud näitajad, on suurema omakapitali tootlikkuse puhul ka väljamaksed suuremad. Näitaja leitakse järgmise valemiga:

$$(7) \quad \text{omakapitali tootlikkus} = \text{puhaskasum/omakapital}$$

Koguvarede tootlikkus omanikele (*ROA - return on assets*). Iseloomustab ettevõtte tootlikust üldiselt, kõikide varade suhtes. Eeldame samuti positiivset seost dividendimaksetega. Koguvarede tootlikkus on leitav järgmiselt:

$$(8) \quad \text{koguvarede tootlikkus omanikele} = \text{puhaskasum/koguvaread}$$

Risk. Käesolevas töös on see leitud väljamaksele eelneva viimase viie aasta puhaskasumi muutuste standardhälbe kaudu. Mida suurem see on, seda volatiilsem on ettevõtte kasum ja seda suurem on ka risk. Võib eeldada, et kasumi volatiilsus tähendab ettevõttepoolset konservatiivsemat väljamaksepoliitikat. Samas võib suurem volatiilsus ja seega ka kõrgem risk tähendada vajadust maksta aktsionäridele riski kompenseerimiseks suuremaid dividende. Seetõttu võib antud muutuja seos väljamaksetega olla nii positiivne kui negatiivne.

Ettevõtte vanus. Ettevõtte elutsükli teooria järgi võib eeldada, et vanuse kasvades suurenevad ka dividendid. Ettevõtte vanuseks loetakse käesolevas töös aastaid alates ettevõtte registreerimisest kuni aruandeaastani. Antud muutujaga seotud tulemuste tõlgendamisel tuleb arvestada asjaoluga, et osadel ettevõtetel on reaalse tegevuse algusaeg hilisem nende registreerimisest.

Omanikud. Seni tehtud uurimustööd, mis käsitlevad omandistruktuuri, on andnud erinevaid tulemusi omanike analüüsimisel. Näiteks Austraalia ettevõtete baasil tehtud uurimus näitas, et välismaiste omanikega ettevõtted maksavad oluliselt vähem

dividende, kui kodumaiste omanikega ettevõtted (Akhtar 2010: 42). Teises, Egiptuse ettevõtete baasil tehtud uuringus jõuti järeldusele, et üldjuhul omanike struktuur ei ole oluline tegur, välja arvatud avaliku sektori ettevõtete puhul (El-Ansary, Gomaa 2012: 76). Käesolevas töös Eesti ettevõtteid analüüsid võib eeldada, et riigi ja kohaliku omavalitsuse omanduses olevad ettevõtted maksavad eelarve täitmise eesmärgil rohkem dividende. Teiseks võib oletada, et välismaiste omanikega ettevõtete dividendid on madalamad, kuna omanikud ei ole huvitatud kiirest kasumi väljavõtmisest ja pigem reinvesteervad selle. Töös analüüsitakse järgmisi omanike gruppe:

- riik ja kohalik omavalitsus,
- Eesti eraõiguslik isik,
- välismaine eraõiguslik isik.

Omanike analüüsil ja tulemuste tõlgendamisel tuleb arvestada asjaoluga, et analüüsi aluseks olnud andmebaasis puuduvad andmed ettevõtete omanike kohta 2011. aastal.

2.4. Väljamakseid mõjutavate tegurite korrelatsiooni- ja regressioonianalüüs

Eelmises alapeatükis kirjeldatud muutujad koos eeldatavate seostega on toodud tabelis 6. Tavapäraselt absoluutsuurustena väljendatud muutujatest, näiteks käive ja aruandeaasta kasum, on hajuvuse vähendamiseks võetud logaritm.

Enne regressioonianalüüsi teostamist analüüsitakse muutujaid korrelatsioonianalüüsi abil, seetõttu koostatakse järgnevalt korrelatsioonimaatriksid. Korrelatsioonianalüüs võimaldab selgitada muutujate omavaheliste seoste tugevust, suunda ja statistilist olulisust. Hea regressioonimudeli saamiseks ei ole soovitatav lisada mudelisse sõltumatuid muutujaid, mis on omavahel olulises korrelatsioonis.

Tabel 6. Regressioonianalüüsis kasutatavate muutujate ülevaade.

	Muutuja nimetus	Muutuja selgitus	Eeldatav seos sõltuva muutujaga
Sõltuvad muutujad	lnDIVSUM	väljamakstud dividendide summad	-
	DIVOMA	dividendide ja omakapitali suhtarv	-
	DIVKORD1	dividendid / aruandeaasta puhaskasum	-
	DIVKORD2	dividendid / (aruandeaasta puhaskasum + eelmiste perioodide jaotamata kasum)	-
	lnOMASUM	omaaktsiate tagasiostu summad	-
Sõltumatud muutujad	lnKÄIVE	netokäive	positiivne
	KÄIVEKASV	netokäibe kasvumäär	negatiivne
	lnKOGUVARA	koguvarad	positiivne
	KOGUKASV	koguvarade kasvumäär	negatiivne
	PVKASV	põhivarade kasvumäär	negatiivne
	lnEELDIV	eelmisel perioodil makstud dividendid	positiivne
	lnEELOMA	eelmisel perioodil makstud summad omaaktsiate eest	positiivne
	lnARKASUM	aruandeaasta kasum	positiivne
	lnEELKASUM	elmiste perioodide jaotamata kasum	positiivne
	VÕLAKORD	võlakordaja	negatiivne
	LVKK	lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	positiivne
	ROE	omakapitali tootlikkus	positiivne
	ROA	koguvarade tootlikkus omanikele	positiivne
	RISK	risk	positiivne/negatiivne
	VANUS	ettevõtte vanus	positiivne
	OMRKOV	omanikuks Eesti riik ja kohalikud omavalitsused	positiivne/negatiivne
	OMEESTI	omanikuks Eesti eraõiguslik isik	positiivne/negatiivne
	OMVÄLIS	omanikuks välismaa eraõiguslik isik	positiivne/negatiivne

Allikas: autori koostatud.

Mudeli lnDIVSUM muutujate korrelatsioonimaatriks on toodud lisas 3. Muutujate seoseid analüüsides järeldub, et väljamakstud dividendisummadel (lnDIVSUM) on oluline positiivne seos käibega (lnKÄIVE), koguvaradega (lnKOGUVARA) aruandeaasta kasumiga (lnARKASUM) ja eelmise perioodi kasumiga (lnEELKASUM). Antud seosed on ka mõneti oodatavad, kuna suuremad ettevõtted maksavad tavapäraselt ka suuremaid dividende. Lisaks on oluline seos ka eelmisel perioodil makstud dividendide (lnEELDIV) ja eelmisel perioodil makstud omaaktsiate eest makstud summadega (lnEELOMA). Viimati mainitud seos võib viidata teoreetilises osas toodule - eelmisel perioodil tehtud väljamaksed on oluline positiivne tegur väljamakseteks ka järgneval perioodil. Kõik antud seosed on statistiliselt olulised. Dividendimaksete (lnDIVSUM) ja võlakordaja (VÕLAKORD) vahel eksisteerib positiivne seos, mis on

vastupidine enne analüüsi püstitatud hüpoteesile, samas võib seda seost pidada väga nõrgaks. Statistiliselt oluline positiivne seos on ka dividendimaksete (lnDIVSUM) ja vanuse (VANUS) vahel, mida võib seostada ettevõtte elutsükli teooriaga - vanemad ettevõtted maksavad rohkem dividende. Kõik seosed dividendimaksete ja omanikega seotud muutujate (OMRKOV, OMEESTI, OMVÄLIS) vahel on statistiliselt olulised. Ära võib märkida Eesti omanikega ettevõtete (OMEESTI) negatiivset seost ja välismaiste omanikega ettevõtete (OMVÄLIS) positiivset seost dividendimaksetega, mis võib viidata asjaolule, et Eesti omanikega ettevõtted maksavad dividende vähem, kui välismaiste omanikega ettevõtted.

Mudeli DIVOMA muutujate korrelatsioonimaatriks on toodud lisas 4. Dividendide ja omakapitali suhtel on väga oluline positiivne seos omakapitali tootlikkusega (ROE), kuna mõlemad on küllalt sarnased näitajad, siis võis ka seda eeldada. Korrelatsioon koguvarede tootlikkusega (ROA) on seevastu negatiivne. Teised seosed on märkimisväärselt nõrgemad.

Lisades 5 ja 6 on ära toodud mudelite DIVKORD1 ja DIVKORD2 korrelatsioonimaatriksid. Näeme, et dividendide väljamaksekorrajal on nõrgad seosed sõltumatute muutujatega. Kõige tugevam seos on eelmisel perioodil omaaktsiate tagasiostuks makstud summadega (lnEELOMA), seose tugevuseks on 0,108, mida võib lugeda väga madalaks. Samuti on korrelatsioonid ebaolulised dividendide laiendatud väljamaksekorrajaga ja sõltumatute muutujate vahel, tugevaim on seos taaskord eelmisel perioodil omaaktsiate tagasiostuks makstud summadega (lnEELOMA), seose tugevuseks on - 0,255, mis on samuti väga nõrk korrelatsioon. Seetõttu antud kahe sõltuva muutuja baasil regressioonivõrrandeid ei moodustata ja muutujate vahelisi seoseid ei analüüsita.

Viimase korrelatsioonimaatriksina on lisas 7 ära toodud mudeli lnOMASUM näitajad. Sarnaselt sõltuva muutuja lnDIVSUM on omaaktsiate tagasiostu summadel (lnOMASUM) olulised positiivsed korrelatsioonid näitajatega käive (lnKÄIVE), koguvare (lnKOGUVARA), aruandeaasta kasum (lnARKASUM) ja eelmise perioodi kasum (lnEELKASUM). Kõige tugevam positiivne korrelatsioon on eelmisel perioodil makstud omaaktsiate tagasiostu summadega (lnEELOMA), mis võib taaskord viidata trendile, et ettevõtted jätkavad reeglina väljamaksetega ka järgnevatel perioodidel. Sarnaselt muutuja lnDIVSUM ja omanike gruppide vaheliste seostega on ka

lnOMASUM negatiivses korrelatsioonis Eesti omanikega ettevõtete (OMEESTI) puhul ja positiivses korrelatsioonis välismaiste omanikega ettevõtete (OMVÄLIS) puhul. See võib samuti viidata asjaolule, et välismaiste omanikega ettevõtted kalduvad rohkem omaaktsiaid tagasi ostma kui Eesti omanikega ettevõtted, samas on see seos väga nõrk ja pigem võiks lugeda seda ebaoluliseks.

Järgnevalt moodustatakse kolm regressioonivõrrandit, millest kaks esimest koostatakse uurimaks dividendide väljamakse tegureid (sõltuvad muutujad lnDIVSUM ja DIVOMA), üks võrrand koostatakse omaaktsiate tagasiostu tegurite analüüsimiseks (sõltuv muutuja lnOMASUM).

Esimesena analüüsitakse regressioonivõrrandit, mille sõltuvaks muutujaks on makstud dividendid (lnDIVSUM). Korrelatsioonianalüüsi tulemustele tuginedes ja sisulistel kaalutlustel on esialgsesse mudelisse kaasatud osa sõltumatutest muutujatest, mudel on ära toodud tabelis 7.

Tabel 7. lnDIVSUM mudel 1.

Muutuja	Kordaja	Kordaja standardviga	T-statistik	Kordaja olulisustõenäosus p	Kollineaarsus statistikud	
					Tolerance	VIF
Vabaliige	,849	2,850	,298	,768		
lnKÄIVE	-,059	,283	-,210	,835	,086	11,678
lnKOGUVARA	,317	,645	,492	,627	,016	62,862
lnEELDIV	,555	,128	4,340	,000	,451	2,216
lnEELOMA	,097	,113	,862	,397	,530	1,885
lnARKASUM	,118	,591	,200	,843	,021	47,685
lnEELKASUM	-,069	,246	-,280	,782	,070	14,262
VÕLAKORD	,487	2,286	,213	,833	,118	8,449
LVKK	-,010	,010	-1,001	,326	,458	2,183
ROE	-5,390	5,248	-1,027	,314	,028	36,034
ROA	6,271	6,467	,970	,342	,030	33,800
RISK	-,012	,015	-,826	,417	,716	1,397
VANUS	-,049	,051	-,978	,337	,614	1,630
OMVÄLIS	-,055	,592	-,093	,927	,718	1,392
Mudeli üldised näitajad						
Determinatsioonikordaja R^2			,796			
Kohandatud determinatsioonikordaja $R^2_{adj.}$			,691			
F- statistik			7,526			
Olulisustõenäosus p			,000			
d - statistik			2,432			

Allikas: autori koostatud.

Saadud mudeli determinatsioonikordaja, ehk suurus, mis näitab mudeli headust, on küllalt kõrge ($R^2=0,796$). Lisaks on mudel tervikuna statistiliselt oluline ($p=0,000$). Samas on mudelis palju sõltumatuid muutujaid, mis ei ole statistiliselt olulised nivool 0,05 (usaldusnivoo 0,95 ehk 95%). Lisaks võib mudelis olla multikollineaarsus, mida näitavad ka kollineaarsusstatistikud. Kui *Tolerance* on väiksem kui 0,1 või kui *VIF* on suurem kui 10, siis on uuritav muutuja tugevalt korreleeritud teiste sõltumatute muutujatega ning mudelis võib esineda oluline multikollineaarsus. Seetõttu koostame uue mudeli, võttes mudelist järk-järgult välja sõltumatuid muutujaid, mis ei ole statistiliselt olulised. Uus regressioonivõrrand on toodud tabelis 8.

Tabel 8. lnDIVSUM mudel 2.

Muutuja	Kordaja	Kordaja standardviga	T-statistik	Kordaja olulisustõenäosus p	Kollineaarsusstatistikud	
					<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
Vabaliige	1,011	,070	14,442	,000		
lnKOGUVARA	,131	,009	14,449	,000	,211	4,738
ROA	,245	,031	7,888	,000	,618	1,618
lnEELDIV	,562	,007	78,047	,000	,455	2,199
lnARKASUM	,193	,009	22,448	,000	,243	4,116
VÕLAKORD	-,102	,035	-2,907	,004	,927	1,079
Mudeli üldised näitajad						
Determinatsioonikordaja R^2			,723			
Kohandatud determinatsioonikordaja $R^2_{adj.}$			,723			
F- statistik			6206,812			
Olulisustõenäosus p			,000			
d - statistik			2,140			

Allikas: autori koostatud.

Saadud mudelis determinatsioonikordaja küll vähenes (enne 0,796, nüüd 0,723), kuid seda võib pidada siiski endiselt heaks. Uues mudelis kõik sõltumatud muutujad on statistiliselt olulised nivool 0,05. Lisaks võib kollineaarsusstatistikutele tuginedes väita, et mudelis puudub multikollineaarsus. Muutujate kordajate seoste suunad sõltuva muutujaga on loogilised. Mudel tervikuna on endiselt statistiliselt oluline. Kui *d*-statistik on nulli lähedal, siis eeldatavasti on mudelis oluline positiivne autokorrelatsioon. Kui *d*-statistik on nelja lähedal, siis võib arvata, et mudelis on oluline negatiivne autokorrelatsioon. Antud juhul autokorrelatsioon mudelis tõenäoliselt puudub, kuna *d*-statistik on kahe lähedal.

Seega võib kokkuvõttes väita, et dividendimaksetele statistiliselt olulised tegurid on koguvara, koguvarade tootlikkus, eelmisel periood makstud dividendid ja aruandeaasta kasum. Kõikide antud tegurite suurenedes kasvavad ka dividendimaksed. Lisaks on oluliseks teguriks ka võlakordaja, mis mõjutab dividendimakseid negatiivselt, st ettevõtte laenukoormuse kasvades dividendid vähenevad. Kõikide mudelis 2 toodud sõltumatute muutujate seoste suunad sõltuva muutujaga vastavad enne regressiooni-analüüsi püstitatud hüpoteesidele.

Teiseks analüüsitavaks mudeliks on regressioonivõrrand, kus sõltuvaks muutujaks on dividendide ja omakapitali suhe (DIVOMA), algmesse mudelisse valitud muutujad ja mudeli näitajad on toodud tabelis 9.

Tabel 9. DIVOMA mudel 1.

Muutuja	Kordaja	Kordaja standardviga	T-statistik	Kordaja olulisustõenäosus p	Kollineaarsus statistikud	
					Tolerance	VIF
Vabaliige	,790	,121	6,506	,000		
lnKÄIVE	-,018	,012	-1,483	,142	,327	3,059
lnEELOMA	,006	,008	,730	,468	,687	1,456
lnEELKASUM	-,027	,012	-2,349	,021	,326	3,064
ROE	,256	,164	1,564	,122	,062	16,178
ROA	-,144	,181	-,795	,429	,076	13,085
VANUS	-,004	,004	-1,010	,316	,667	1,498
Mudeli üldised näitajad						
Determinatsioonikordaja R^2			,439			
Kohandatud determinatsioonikordaja $R^2_{adj.}$			,394			
F- statistik			9,662			
Olulisustõenäosus p			,000			
d - statistik			2,058			

Allikas: autori koostatud.

Mudeli determinatsioonikordaja on oluliselt halvem, kui mudelil DIVOMA, kus $R^2=0,723$. Sarnaselt eelmise mudeliga on mitmed muutujad statistiliselt ebaolulised, mudel tervikuna on statistiliselt oluline. Samuti esineb mudelis tõenäoliselt multikollineaarsus. Mudeli näitajate parandamiseks vähendatakse ja asendatakse sõltumatuid muutujaid, saadud tulemus on toodud tabelis 10.

Tabel 10. DIVOMA mudel 2.

Muutuja	Kordaja	Kordaja standardviga	T-statistik	Kordaja olulisustõenäosus p	Kollineaarsus statistikud	
					<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
Vabaliige	,452	,101	4,468	,000		
lnEELOMA	-,015	,008	-1,739	,085	,913	1,095
ROE	,148	,048	3,084	,003	,699	1,431
VANUS	-,011	,003	-3,481	,001	,653	1,532
Mudeli üldised näitajad						
Determinatsioonikordaja R^2			,366			
Kohandatud determinatsioonikordaja R^2_{adj}			,348			
F- statistik			19,852			
Olulisustõenäosus p			,000			
d - statistik			1,770			

Allikas: autori koostatud.

Peale muudatusi on sõltumatutest muutujatest statistiliselt olulised ROE ja VANUS nivool 0,05 ja muutuja lnEELOMA nivool 0,1. Tuginedes kollineaarsusstatistikutele multikollineaarsust mudelis tõenäoliselt ei esine. Mudel on tervikuna statistiliselt oluline ja d -statistiku suurus viitab ka autokorrelatsiooni puudumisele mudelis. Siiski on näha, et kirjeldatuse tase on oluliselt halvem kui mudelil lnDIVSUM (lnDIVSUM $R^2=0,723$, DIVOMA $R^2=0,366$). Antud asjaolu võis aimata juba ka mudeli DIVOMA korrelatsioonianalüüsi käigus, kuna sõltuva muutujaga korreleeruvaid sõltumatuid muutujaid oli oluliselt vähem kui mudelil lnDIVSUM. Kuna mudeli DIVOMA kajastab dividendide varieeruvust oluliselt halvemini kui mudel lnDIVSUM, siis on käesolevas töös jäädud mudeli lnDIVSUM järelduste juurde.

Viimasena analüüsi omaaktsiate tagasiostu summasid (lnOMASUM) mõjutavaid tegureid. Mudeli esialgsed tulemused on toodud tabelis 11.

Tabel 11. lnOMASUM mudel 1.

Muutuja	Kordaja	Kordaja standardviga	T-statistik	Kordaja olulisustõenäosus p	Kollineaarsus statistikud	
					<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
Vabaliige	2,006	2,544	,788	,435		
lnKÄIVE	-,333	,189	-1,765	,085	,336	2,973
lnKOGUVARA	,333	,380	,877	,385	,109	9,157
KOGUKASV	,095	,671	,142	,888	,709	1,410
PVKASV	-,044	,047	-,921	,363	,859	1,164
lnEELOMA	,823	,095	8,683	,000	,870	1,149
lnARKASUM	,056	,276	,201	,841	,149	6,709
VÖLAKORD	-1,656	1,113	-1,488	,144	,722	1,385
LVKK	-,058	,011	-5,115	,000	,785	1,274
ROE	-,346	,724	-,478	,635	,433	2,312
Mudeli üldised näitajad						
Determinatsioonikordaja R^2			,741			
Kohandatud determinatsioonikordaja $R^2_{adj.}$			,685			
F- statistik			13,058			
Olulisustõenäosus p			,000			
d - statistik			2,211			

Allikas: autori koostatud.

Mudeli kirjeldatuse tase on hea ja mudel tervikuna on statistiliselt oluline. Samas ei ole enamusi muutujaid statistiliselt olulised ja mitmed muutujate märgid ei tundu loogilised. Korregeeritud muutujatega mudel on toodud tabelis 12.

Tabel 12. lnOMASUM mudel 2.

Muutuja	Kordaja	Kordaja standardviga	T-statistik	Kordaja olulisustõenäosus p	Kollineaarsus statistikud	
					<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
Vabaliige	1,636	,914	1,790	,077		
KOGUKASV	-,090	,050	-1,827	,071	,999	1,001
lnEELOMA	,810	,084	9,663	,000	,986	1,014
LVKK	-,005	,003	-1,891	,062	,985	1,015
Mudeli üldised näitajad						
Determinatsioonikordaja R^2			,543			
Kohandatud determinatsioonikordaja $R^2_{adj.}$			,527			
F- statistik			32,137			
Olulisustõenäosus p			,000			
d - statistik			1,977			

Allikas: autori koostatud.

Lõpliku omaaktsiate tagasiostu mudeli kirjeldatuse taset võib lugeda keskmiseks - mudeliga on kajastatud umbes 54% omaaktsiate tagasiostu summade varieeruvusest, võrreldes mudeliga lnDIVSUM on see näitaja tuntuvalt madalam. Mudel tervikuna on statistiliselt oluline ning tõenäoliselt puudub mudelis autokorrelatsioon ja multikollineaarsus. Sõltumatutest muutujatest on statistiliselt oluline nivool 0,05 ainult eelmisel perioodil omaaktsiate eest tasutud (lnEELOMA) summad, teised kaks muutujat, koguvarade kasv (KOGUKASV) ja lühiajalise võlgnevuse kattekordaja (LVKK) on olulised nivool 0,1.

Antud mudeli alusel võib kokkuvõttes väita, et omaaktsiate tagasiostu mõjutavad positiivselt eelmisel perioodil tasutud omaaktsiate summad, mis on kooskõlas teoreetilises osas tooduga. Kõrge koguvarade kasvumäära korral aktsiate tagasiost väheneb, seda võib põhjendada ettevõtte elutsükli teooriaga - arengufaasis oleva ettevõtte väljamaksete tegemise võimalused on piiratud. Seda sai eeldatud ka enne analüüsi. Seevastu lühiajalise võlgnevuse kattekordaja seose suund sõltuva muutujaga on vastupidine eeldatule, kõrgem likviidsus peaks mõjutama väljamakseid positiivses suunas. Samas on see seos üsna nõrk (kordaja madal, muutuja ei ole statistiliselt oluline nivool 0,05) ja seetõttu võib seda tegurit pigem pidada ebaoluliseks.

Kahe põhiliselt analüüsitud mudeli põhjal on tabelis 13 ära toodud analüüsitud sõltumatud muutujad, nende eeldatavad ja analüüsi käigus kujunenud seosed sõltuvate muutujatega. Tabelist on näha, et paljud muutujad osutusid regressioonianalüüsi käigus ebaoluliseks. Käive (lnKÄIVE) oli lõplikes regressioonianalüüsides küll ebaoluline, kuid näitas tugevat korrelatsiooni, mis on ka loogiline, kuna suurema käibega ettevõtetel on eeldatavalt ka suuremad dividendid. Tugevat korrelatsiooni sõltuva muutujaga näitas ka koguvarade näitaja (lnKOGUVARA), mis on eeltoodud põhjusel samuti loogiline tulemus.

Ettevõtte kasvu näitajate üldistusena võib märkida, et käibe kasv (KÄIVEKASV), koguvarade kasv (KOGUKASV) ja põhivarade kasv (PVKASV) osutusid üldjuhul teguriteks, mis väljamakseid ei mõjuta. Ka kasvu näitavate muutujate korrelatsioonianalüüs näitas seoste puudumist sõltuva muutujaga. Erandina võib välja tuua kogukasvu (KOGUKASV), mis mudelis lnOMASUM osutus oluliseks muutujaks.

Tabel 13. Mudelite lnDIVSUM ja lnOMASUM muutujate ülevaade.

Sõltumatu muutuja nimetus	Sõltumatu muutuja selgitus	Eeldatav seos sõltuva muutujaga	Analüüsi tulemusena kujunenud seos mudelis lnDIVSUM	Analüüsi tulemusena kujunenud seos mudelis lnOMASUM
lnKÄIVE	netokäive	positiivne	ebaoluline	ebaoluline
KÄIVEKASV	netokäibe kasvumäär	negatiivne	ebaoluline	ebaoluline
lnKOGUVARA	koguvaram	positiivne	positiivne	ebaoluline
KOGUKASV	koguvaramade kasvumäär	negatiivne	ebaoluline	negatiivne
PVKASV	põhivaramade kasvumäär	negatiivne	ebaoluline	ebaoluline
lnEELDIV	eelmisel perioodil makstud dividendid	positiivne	positiivne	ebaoluline
lnEELOMA	eelmisel perioodil makstud summam omaaktsiate eest	positiivne	ebaoluline	positiivne
lnARKASUM	aruandeaasta puhaskasum	positiivne	positiivne	ebaoluline
lnEELKASUM	eelmiste perioodide jaotamata kasum	positiivne	ebaoluline	ebaoluline
VÕLAKORD	võlakordaja	negatiivne	negatiivne	ebaoluline
LVKK	lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	positiivne	ebaoluline	negatiivne/ebaoluline
ROE	omakapitali tootlikkus	positiivne	ebaoluline	ebaoluline
ROA	koguvaramade tootlikkus omanikele	positiivne	positiivne	ebaoluline
RISK	risk	positiivne/negatiivne	ebaoluline	ebaoluline
VANUS	ettevõtte vanus	positiivne	ebaoluline	ebaoluline
OMRKOV	omanikuks Eesti riik ja kohalikud omavalitsused	positiivne/negatiivne	ebaoluline	ebaoluline
OMEESTI	omanikuks Eesti eraõiguslik isik	positiivne/negatiivne	ebaoluline	ebaoluline
OMVÄLIS	omanikuks välismaa eraõiguslik isik	positiivne/negatiivne	ebaoluline	ebaoluline

Allikas: autori koostatud.

Kooskõlas teoreetiliste seisukohtadega on eelmisel perioodil teostatud väljamaksed olulised tegurid - eelmisel perioodil makstud dividendid (lnEELDIV) mõjutavad positiivselt järgneval perioodil makstud dividende, sama mõju on ka eelmisel perioodil makstud omaaktsiate tagasiostu summal (lnEELOMA) järgneva perioodi omaaktsiate tagasiostule. Kuigi lõplikult lnDIVSUM mudelist jäi välja tegur lnEELOMA ja lnOMASUM mudelist tegur lnEELDIV, on mõlemal sõltumatul muutujal tugev korrelatsioon sõltuvate muutujatega. Viimane võib viidata sellele, et kui ettevõtte on kasutanud ühte neist väljamakseviisidest, siis üsna suure tõenäosusega võib ta mingil perioodil kasutada ka teist. Peamiseks põhjuseks teguri lnEELOMA välja jäämisel

lõplikust lnDIVSUM mudelist ja teguri lnEELDIV välja jäämisel mudelist lnOMASUM on nende omavahelises keskmiselt tugevas korrelatsioonis, mis oleks oluliselt tõstnud multikollineaarsuse ohtu lõplikes mudelites.

Omavahel tugevalt korreleeruvad muutujad on ka aruandeaasta kasum (lnARKASUM) ja eelmiste perioodide jaotamata kasum (lnEELKASUM), mistõttu pidi ka siin nende vahel lõplikes mudelites valiku tegema. Mõlemad muutujad näitasid tugevat positiivset korrelatsiooni sõltuvate muutujatega, mida oli ka eeldada - suurema kasumiga ettevõtted maksavad suuremaid dividende.

Võlakordaja (VÕLAKORD) korrelatsioon sõltuvate muutujatega oli nullilähedane, samas osutus ta oluliseks teguriks mudelis lnDIVSUM - ettevõtte võlakoormuse kasvades dividendid vähenevad. Antud tulemus on kooskõlas teoreetilise seisukohaga.

Likviidsuse näitaja (LVKK) ei omanud olulist korrelatsiooni sõltuvate muutujatega ja samuti ei olnud likviidsus oluline ka regressioonianalüüsi lõplikes mudelites. Tõenäoliselt võib selle põhjuseks olla asjaolu, et ettevõtete vahel on madal likviidsuskordaja varieeruvus ja suurem kordaja ei avalda märkimisväärset mõju dividendide suurusele.

Omakapitali tootlikkus (ROE) ja koguvarade tootlikkus omanikele (ROA) on samuti sarnased näitajad, mistõttu oli ka nende omavaheline korrelatsioon kõrge ja mõlema näitaja jätmine lõplikesse mudelitesse oli ebaotstarbekas. Koguvarade tootlikkusel (ROA) on oluline mõju väljamakstud dividendidele, kuid puudub mõju omaaktsiate tagasiostu summadele. Omakapitali tootlikkus (ROE) jäi välja mõlemast lõplikust mudelist.

Riski näitaja (RISK) ei omanud sõltuvate muutujatega korrelatsiooni ja samuti ei olnud risk ka oluline tegur regressioonimudelites. See viitab sellele, et Eesti ettevõtete puhul puhaskasumi kõikumised ei oma märkimisväärset mõju väljamaksetele. Samuti ei oma ettevõtte vanus (VANUS) olulist mõju väljamaksetele, mis ei toeta esialgset hüpoteesi - vanematel ettevõtetel on väljamaksed kõrgemad.

Kõik omanikega seotud tegurid (OMRKOV, OMEESTI, OMVÄLIS) jäid lõplikest mudelitest välja kui ebaolulised tegurid, selle põhjal võib järeldada, et omanike

erinevused väljamakseid üldiselt ei mõjuta. Samas võis osade omanike puhul täheldada nõrka korrelatsiooni sõltuvate muutujatega.

Käesoleva töö regressioonianalüüsi tulemustes võib leida palju ühist aga ka mitmeid erinevusi võrreldes eelnevate Tartu Ülikoolis kaitsstud uurimustöödega, mis käsitlesid Eesti ettevõtete dividendipoliitikat. Kokku on viimastel aastakümnetel tehtud neli sellekohast tööd. Eelnevalt peab märkima, et nendes ei ole uuritud omaaktsiate tagasiostu mõjutavaid tegureid, mistõttu võrreldakse järgnevalt ainult dividendimaksetega seonduvaid tegureid.

Sarnaselt käesoleva tööga leidis ka Keith Trumm (2005: 66), et dividendimaksete olulisteks teguriteks on eelmisel perioodil makstud dividendid, aruandeaasta kasum ja kohustused, mille kasvades dividendisummad vähenevad. Lisaks leiti töös, et oluliseks teguriks tuleb lugeda ka eelmiste perioodide jaotamata kasum, mille seos dividendimaksetega oli positiivne ning käibe ja omanikele suunatud rahavood, mille mõlema kasvades dividendisummad vähenevad. Viimati toodud teguritest ei osutunud käesolevas töös olulisteks teguriteks eelmiste perioodide jaotamata kasum ja käive. Tulemuste erinevus võib olla põhjustatud erinevast metoodikast. Sõltuvaks muutujaks olnud dividendisummad saadi Keith Trummi töös omakapitalikirjete muutuste kaudu, käesolevas töös on need saadud rahavoogude aruandest. Lisaks oli ka uuritavad aastad erinevad, Keith Trummi töös analüüsiti perioodi 1996–2001.

Kenneth Karpov (2004: 57) tõi oma bakalaureusetöös välja, et dividendideks makstud summasid mõjutavad positiivselt käive, likviidsus (lühiajaliste kohustuste kattekordaja), kasvu potentsiaal, töötajate arv, põhivarade osakaal ja majandussektor. Toodud teguritest sai kaks esimest kaasatud ka käesolevasse uurimustöösse, mõlemad neist jäid lõplikult mudelist välja kui ebaolulised. Sarnaselt eelmises lõigus mainitud tööle kasutati ka Kenneth Karpovi töös dividendisummade leidmiseks muutusi omakapitali kirjetes, mis võis põhjustada erineva tulemuse võrreldes käesoleva tööga. Analüüsitavaks perioodiks oli 1994–2002, mis võis samuti põhjustada erineva tulemuse.

Argo Terali (2009: 55) poolt tehtud bakalaureusetöös toodi dividendimakseid positiivselt mõjutavate teguritena välja eelmiste perioodide jaotamata kasum, likviidsus (lühiajaliste kohustuste kattekordaja) ja ettevõtte vabad rahavood, negatiivne seos oli

kohustuste mahuga. Viimane muutuja jäi ka käesoleva töö lõplikkusse mudelisse, negatiivse mõjuga sõltuvale muutujale. Kaks esimest muutujat jäid käesoleva töö lõplikust mudelist välja kui ebaolulised. Antud juhul võib tulemuste erinevuse peamiseks põhjuseks välja tuua valimi, kuna Argo Terali töös uuriti ainult Eesti linnadele kuuluvaid ettevõtteid, uuritavaks perioodiks oli 2003–2007. Dividendisummad saadi, nagu ka käesolevas töös, rahavoogude aruandest.

Argo Terali (2011: 91) magistrیتöös toodi väljamakseid positiivselt mõjutavate teguritena välja kasum ja müügitulu. Oluline on märkida, et erinevalt eelnevast kolmest tööst, ei saadud antud tulemus regressioonianalüüsi tulemusena, vaid tegurite leidmiseks kasutati ainult korrelatsioonianalüüsi. Antud analüüs teostati 2009. aastal pankrotistunud ettevõtete kohta, analüüsitavaks perioodiks 2005–2007. Lisaks analüüsiti väljamakseid sõltuvalt ettevõtete majandusliku olukorra muutumisest lähtuvalt. Ka sel puhul kasutati ainult korrelatsioonianalüüsi, mille tulemus näitas statistilist olulist seost väljamaksete ning võlakordaja ja kasumlikkuse vahel. Antud töös analüüsitud väljamaksed saadi omakapitali kirjade muutumiste kaudu. Argo Terali ja käesoleva töö tulemuste erinevuse peamiseks põhjusteks on seega erinev analüüsi meetoodika ja valim.

Resümeerides empiirilises osas toodut, võib tõdeda, et mitmed teoreetilise osa väited said kinnitust. Lisaks leiti sarnasusi Eesti ja USA ettevõtete dividendipoliitika vahel, mille üheks põhjuseks on Eesti ettevõtluse ja ka dividendipoliitika areng. Samas mitmel juhul erinesid Eesti ettevõtete näitajad arenenud riikide omadest, mida võib seletada ettevõtluse oluliselt lühema tegevusajalooga. Tulenevalt Eesti majanduskeskkonna olulisest avatusest välisteguritele, sh ka negatiivsetele, on Eesti ettevõtete rahavood tõenäoliselt ka edaspidi volatiilsemad kui arenenud riikide ettevõtetel. Seetõttu võib väita, et ka siinsete ettevõtete dividendipoliitika jääb edaspidi mingil määral erineva näiteks USA ja Euroopa ettevõtete omadest.

KOKKUVÕTE

Dividendipoliitika on omandamas Eesti ettevõtetes üha suuremat tähtsust ja tulenevalt Eesti ettevõtluse arenemisest on ka kõrvuti muude otsustusprotsessidega saanud dividendietsused oluliseks osaks ettevõtete juhtimise juures. Käesoleva magistritöö eesmärgiks oli välja selgitada Eesti ettevõtete dividendipoliitikat mõjutavad tegurid viimastel aastatel.

Teoreetilises osas selgitati esmalt dividendietsuste seoseid teiste ettevõtetes tehtavate otsuste gruppidega, muuhulgas näidati ära milliseid etappe tuleb läbida enne dividendietsusteni jõudmiseni. Jõuti järeldusele, et väljamakseotsused peaks läbi kaaluma tulenevalt ettevõtte investeerimisvõimalustest uutesse projektidesse. Kui uue potentsiaalse projekti nüüdispuhasväärtus on negatiivne, tuleb kaaluda väljamakseid, vastupidisel juhul on otstarbekas kasum reinvesteerida. Dividendipoliitika ja aktsionäride rikkuse, mille üheks oluliseks väljenduseks on aktsia hind, vahelisel analüüsil toodi välja mitmed seosed, millega ettevõtte juhtkond dividendipoliitika kujundamisel peab arvestama.

Dividendipoliitikaga seotud teooriates toodi välja kolm erinevat suunda: dividendide irrelevantse teooria, „varblane peos“ teooria ja maksueelistuse teooria. Iga antud teooria pooldajatel on oma nägemus dividendipoliitika mõjust aktsia hinnale ja seega ka ettevõtte väärtusele. Esimese teooria toetajad väidavad, et dividendipoliitikal ei ole mõju aktsia hinnale. „Varblane peos“ teooria põhiseisukoht on, et suuremad dividendid tõstavad ettevõtte väärtust. Seda põhjendatakse sellega, et investorid eelistavad täna makstavaid dividende potentsiaalsele kapitalikasvu tuludele tulevikus. Maksueelistuse teooria järgi tõstavad madalad dividendid ettevõtte väärtust. Põhjenduseks tuuakse, et dividendid on maksustatud kõrgemalt, kui kapitalitulu. Teooriate kokkuvõttena tõdeti, et ettevõtte juhtkonnal on küllalt raske otsustada, millise teooria põhimõtteid pidada oma ettevõttele sobivaks ja kuidas läbi valiku maksimeerida ettevõtte väärtust.

Teises alapeatükis analüüsiti nelja olulisemat dividendipoliitikat: stabiilsete dividendide poliitika, muutumatu väljamaksekindajaga poliitika, kombineeritud dividendide poliitika, jääkdividendipoliitika. Esimene neist on USA ettevõtete hulgas ülekaalukalt levinum - ettevõtted tõstavad reeglina dividende juhul, kui ollakse kindlad suutlikkuses maksta kõrgemaid dividende pikema aja jooksul, dividende langetatakse aga ainult äärmise vajaduse korral, kuna turud tõlgendavad seda tavaliselt negatiivse signaalina. Samadel põhjustel ei ole muutumatu väljamaksekindajaga poliitika ettevõtete hulgas levinud, kuna enamasti püütakse säilitada stabiilseid dividende. Kombineeritud dividendide poliitika puhul leiti, et see on peamiselt kasutusel ettevõtetes, kus tulud on tsüklilised. Jääkdividendide poliitikat analüüsides on majandusteadlased leidnud, et enamus jääkdividendide põhimõteteid rakendavatest USA ettevõtetest kasutavad ühte selle alaliiki, modifitseeritud jääkdividendide poliitikat. Selle erinevus puhtast jääkdividendide poliitikast seisneb asjaolus, et modifitseeritud poliitikat kasutav ettevõtte juhib lisaks investeringutele ka dividendide vooge, nende stabiilsuse saavutamise eesmärgil.

Ettevõtte dividendipoliitikat mõjutavad mitmed tegurid, osad neist on ettevõtte sisesed, osad tulenevad keskkonnast, milles ettevõtte tegutseb. Majandusteadlaste poolt on leitud, et olulisemateks väljamakseid soodustavateks teguriteks on ettevõtte likviidsuspositsioon, kasum ja selle stabiilsus, inflatsioon ja ettevõtte suurus. Väljamakseid pärsivad piirangud lepingutes, ettevõtte aktsia likviidsus, investeerimisvõimalused, alternatiivsete finantseerimisallikate kättesaadavus ja kulu ning ettevõtte kasvu väljavaated. Osade tegurite puhul ei ole nende mõju väljamaksetele üheselt selge, näiteks võib seaduslikel piirangutel, omanike struktuuril ja maksustamisel olla erinev mõju väljamaksetele. Lisaks tuleb dividendipoliitikat mõjutavate tegurite hulka arvata ka investorite kihistumise, signaaliefekti ja alternatiivsete väljamaksetega seotud aspektid.

Teoreetilise osa kolmandas alapeatükis analüüsiti kolme põhilist väljamakseviisi: dividendid, aktsiate tagasiost ja aktsiakapitali vähendamine. Leiti, et aktsiate tagasiostu mahud on arenenud riikides viimastel aastakümnetel oluliselt kasvanud. Näiteks USA-s toimusid esimesed tagasiostud 1980. aastate lõpus, kuid juba umbes kümme aastat hiljem ületasid tööstusettevõtetes tagasiostu summad dividendisummasid. USA näitel

toodi ka välja, et dividendide summad on aastate lõikes oluliselt vähem volatiilsemad kui aktsiate tagasiostu summad. See võib viidata tagasiostude oluliselt väiksemale jääkusele võrreldes dividendidega ning sellest järeldub, et ettevõtete juhid kohandavad tagasiostupakkumisi kiiremini kui dividendimakseid. Aktsiate tagasiostu motiividena võib välja tuua järgmised olulisemad: investoritele info andmine, et aktsia on alaväärtustatud; toetus aktsia hinnale peale langust; suurem paindlikkus võrreldes dividendidega. Teaduslikke artikleid analüüsidest leiti, et majandusteadlased ei ole üksmeelel selles osas, kas aktsiate tagasiostud asendavad dividende, osade arvates on aktsiate tagasiost pigem täiendus dividendidele.

Empiirilises osas analüüsiti esmalt Statistikameti andmebaasi põhjal Eesti ettevõtete dividendide agregeeritud andmeid aastatel 2000–2010. Võrdluses ettevõtete puhaskasumitega leiti, et dividendid on oluliselt vähem volatiilsemad kui puhaskasumid, mis ühtib ka käesoleva töö teoreetilises osas toodud seisukohtadega. Lisaks leiti, et dividendid kalduvad üldjoontes järgima kasumeid, mis on samuti kooskõlas töö teoreetilise osaga. Tuntavam oli see seos kuni 2009. aastani, aastatel 2009–2010 kasvasid dividendid minimaalselt, vaatamata kasumite olulisele kasvule. Viimase põhjuseks võib olla asjaolu, et ettevõtted muudavad oma dividendipoliitikat tuginedes pikemaajalise prognoosile ja kuna 2010. aastal valitses majanduses veel suhteline ebakindlus, siis enamus ettevõtteid otsustas dividende veel mitte tõsta.

Dividendide ja omakapitali võrdluses võis välja tuua kaks peamist perioodi. Kuni aastani 2006 oli dividendide osakaal omakapitalist küllalt kõikuv, alates 2006. aastast on näitaja olnud pidevas languses. Languse põhjuseks võib pidada majanduskriisi aastatel 2008–2009 ja ehkki 2010. aasta oli ettevõtetele juba mõnevõrra parem, dividendide osakaal omakapitalist ei taastunud võrreldes majanduskriisile eelnenud aastatega.

Sarnaselt dividendide ja kasumite omavahelisele seosele leiti, et dividendid kalduvad järgima ka likviidsete vahendite mahte. Dividendide osakaal likviidsetest vahenditest oli uuritud aastate jooksul küllalt stabiilne, jäädes 21% ja 33% vahele. Siiski võis märgata teatavat dividendide osakaalu langustrendi alates 2007. aastast.

Järgnevalt analüüsiti dividendide jaotumist ja dünaamikat majandusharude lõikes aastatel 2005–2011, kasutades selleks Statistikaameti agregeeritud andmeid. Nelja suurema dividendide mahuga majandussektorit olid: elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine; hulgi- ja jaekaubandus, mootorsõidukite ja mootorrataste remont; info ja side; kutse-, teadus- ja tehnikaalane tegevus. Antud sektorite dividendid moodustasid 58% kogudividendidest. Dividendide volatiilsuse mõõtmiseks kasutati dividendide muutuste standardhälvet. Analüüsi tulemusena saadi, et Eesti majandusharude kokkuvõttes oli see 23%, USA vastavaks näitajaks kujunes 19%. Sellest võib järeldada, et Eesti ettevõtted muudavad dividende mõnevõrra suuremal määral, kui USA ettevõtted. Majandussektorite keskmiseks dividendide väljamaksekindajaks kujunes 36%. USA ettevõtete keskmine vastav näitaja oli 55%, Euroopa ettevõtetel ligikaudu 45%. Eesti ettevõtete madalama väljamaksekindaja põhjuseks võib pidada Eesti maksusüsteemi, mis soodustab kasumi reinvesteeringut. Teiseks põhjuseks võib samuti pidada Eesti maksusüsteemi, mille puhul ei teki ettevõtetel üldjuhul erilist ajendit oma kasumit varjata või vähendada.

Väljamakseid mõjutavate tegurite analüüsi teostamiseks kasutati Äriregistri andmebaasi andmeid aastate 2008–2011 kohta. Antud andmed võimaldasid uurida iga ettevõtte põhiselt dividendide ja omaaktsiate tagasiostu summasid mõjutavaid tegureid. Valimisse kaasati kõik toodud perioodil tegutsenud ettevõtted, eeldusel, et nende kohta olid olemas piisavad andmed analüüsi teostamiseks. Kokku analüüsiti toodud aastate jooksul kokku 32 445 väljamakset.

Analüüsi tulemusena selgus, et Eestis ei ole omaaktsiate tagasiost levinud väljamakseviis. Eestis moodustasid 2008. aastal aktsiate tagasiostud kogu väljamaksetest umbes 7%, samas näiteks USA-s on alates 2005. aastast aktsiate tagasiostu summad ületanud dividendideks makstud summasid. Ka omaaktsiad tagasi ostnud ettevõtete osakaal väljamakseid teostanud ettevõtetest oli väga madal - perioodil 2008–2011 keskmisena umbes 4%.

Väljamaksekindajate analüüsil selgus, et perioodil 2007–2010 oli suurim osa väljamaksekindajatest (62%) vahemikus 0% kuni 100%, mida võib pidada ka loogiliseks, kuna eeldatavalt on aruandeaasta puhaskasum oluline dividendimaksete tegur. 13% väljamaksekindajatest oli negatiivne ja 25% juhtudel üle 100%.

Väljamaksekordajate sektoripõhine analüüs näitas, et väljamaksekordajate mediaan-keskmised olid kõrgeimad tervishoiu (80%), hariduse (76%) ning info ja side (70%) sektorites. Madalaimate kordajatega sektorid olid põllumajandus (27%) ja kinnisvara (39%). Väljamaksekordajate ja ettevõtete vanuse seoste analüüsil leiti teatud sarnasusi ettevõtte elutsükli teooria seiskohtadega, mille järgi ettevõtte algusaastatel makstakse dividende vähem ja küpsusfaasis rohkem. Aritmeetilist keskmist kasutades oli antud seos tuntavam, mediaani puhul oluliselt nõrgem. Erinevalt väljamaksekordajatest võis dividende maksnud ettevõtete osakaalu muutustes näha olulisemalt tugevamat seost mainitud teooriaga. Aastavanuste ettevõtete puhul oli dividendimaksjaid vaid 3,7% ettevõtetest, kõrgeim oli osakaal 17-aastaste ettevõtete hulgas, kui osatähtsuseks oli 13,1%.

Töös analüüsiti ka väljamaksekordajate muutusi. Selgus, et dividendide väljamaksekordajad vähenesid 48,0% juhtudel ja suurenesid 50,8% korral. Märkimisväärse osa kordajate vähenemist võib seletada majanduslanguse aastatega uuritaval perioodil. 1,2% juhul jäid väljamaksekordajad samaks, sellised kordajate muutused moodustasid suurima osa kõikidest väljamaksekordajate muutustest. Viimast asjaolu on täheldatud ka välismaiste ettevõtete baasil tehtud sarnastes uurimustes.

Äriregistri andmebaasis olevate andmete edasiseks analüüsiks kasutati korrelatsiooni- ja regressioonianalüüsi, sõltuvateks muutujateks valiti dividendisummad ja erinevad dividendidega seotud suhtarvud ning omaaktsiate tagasiostu summad. Sõltumatuteks muutujateks võeti peamiselt erinevad finantsnäitajad ettevõtete bilanssidest, kasumiaruannetest ja rahavoogude aruannetest, lisaks kasutati ka mittefinantsilisi näitajaid.

Analüüsides erinevaid dividendidega seotud regressioonimudeleid, jõuti järeldusele, et parimate omadustega nendest oli mudel, milles sõltuvaks muutujaks oli dividendideks makstud summad logaritmitud kujul. Dividendisummasid mõjutavateks teguriteks kujunesid lõplikus mudelis koguvara, koguvare tootlikkus, eelmisel periood makstud dividendid ja aruandeaasta kasum. Kõikide toodud tegurite kasvades dividendisummad suurenesid. Lisaks oli oluliseks teguriks ka võlakordaja, mille mõju dividendimaksetele oli negatiivne - suurem võlakordaja vähendas dividendimakseid.

Omaaktsiate tagasiostu mudelit analüüsid jõuti järeldusele, et positiivselt mõjutasid tagasiostu summasid eelmisel perioodil tasutud omaaktsiate summad. Negatiivselt mõjutas väljamakseid koguvarade kasvumäär, mille kasvu korral väljamaksed vähenevad. Seda võib põhjendada ettevõtte elutsükli teooriaga - arengufaasis oleva ettevõtte väljamaksete tegemise võimalused on piiratud. Väljamakseid negatiivselt mõjutavaks teguriks kujunes ka lühiajalise võlgnevuse kattekordaja, antud seose suund sõltuva muutujaga oli vastupidine eeldatule, kõrgem likviidsus peaks mõjutama väljamakseid positiivselt suunas. Samas oli see seos üsna nõrk ja seetõttu võib seda tegurit pidada pigem ebaoluliseks.

Kokkuvõttes võib tõdeda, et paljud empiirilises osas saadud tulemused ühtisid teoreetilises osas tooduga. Lisaks leiti mitmeid sarnasusi Eesti ja USA ettevõtete dividendipoliitika vahel. Samas viitasid mitmed asjaolud Eesti ettevõtete dividendipoliitika küllalt varasele arengustaadiumile, mida võib seletada eraettevõtluse lühema tegevusajalooga võrreldes arenenud riikidega.

Autori arvates võib töö uurimusteemat edasi arendada mitmes suunas. Üheks teemaks võib olla põhjalikum uurimus väljamakseid mõjutavate tegurite kohta Eesti majandusharude lõikes, erinevate harude väljamaksekorrajate ja muu sektoripõhine analüüs. Antud teema on eeldatavalt üsna mahukas ja käesolevas töös viidi see läbi küllalt lühidalt. Eesti ettevõtete põhjalikum omanikepõhine analüüs võiks olla samuti üheks uuritavaks teemaks, näiteks kas sõltuvalt omanike liigist on väljamakseid mõjutavad tegurid erinevad. Sarnaselt harupõhise analüüsiga sai ka omanikega seotud aspekte käesolevas töös käsitletud üsna põgusalt. Lisaks jäi tööst välja ka aktsiakapitali tühistamisega seotud tegurite analüüs, mis on Eesti ettevõtete dividendipoliitika uurimustes samuti üks käsitlemata valdkond.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Abor, J., Bokpin, G. A.** Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets. – *Studies in Economics and Finance*, 2010, Vol. 27, Issue 3, pp. 180–194.
2. **Abuaf, N.** Excess Cash and Shareholder Payout Strategies. – *Journal of Applied Corporate Finance*, 2012, Vol. 24, No.3, pp. 39–55.
3. **Akhtar, S.** Dividend Payout Determinants for Australian Multinational and Domestic Corporations. Conference of Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand, 2010, 50 p. [http://www.afaanz.org/openconf/2010/modules/request.php?module=oc_program&action=view.php&id=242]. 25.01.2013.
4. **Al-Malkawi, H.-A. N., Rafferty, M., Pillai, R.** Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. – *International Bulletin of Business Administration*, 2010, Issue 9, pp. 171–200.
5. Archival Federal Reserve Economic Data, Net Corporate Dividends. Federal Reserve Bank of St. Louis. [<http://alfred.stlouisfed.org/series?seid=DIVIDEND>]. 27.12.2012a.
6. Archival Federal Reserve Economic Data, Corporate Profits After Tax. Federal Reserve Bank of St. Louis. [<http://alfred.stlouisfed.org/series?seid=CP>]. 27.12.2012b.
7. **Auerbach, A. J., Hassett, K. A.** Dividend Taxes and Firm Valuation: New Evidence. Berkeley Program in Law and Economics, Working Paper Series, 2006. [<http://www.escholarship.org/uc/item/2nt4k6vj>]. 09.11.2012.
8. **Baker, H. K., Powell, G.** Understanding Financial Management: A Practical Guide. Cornwall: Blackwell Publishing, 2005, 483 p.
9. **Baker, H. K., Smith, D. M.** In search of a residual dividend policy. – *Review of Financial Economics*, 2006, Vol. 77, No. 15, pp. 1–18.

10. **Bancel, F., Mittoo, U. R., Bhattacharyya, N.** Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms. 2005, 45 p. [<http://ssrn.com/abstract=683111>]. 10.12.2012.
11. **Banerjee, S., Gatchev, V. A., Spindr, P. A.** Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. – Journal of Financial and Quantitive Analysis, 2007, Vol. 42, No. 2, pp. 369–398.
12. **Basse, T., Reddemann, S.** Inflation and the dividend policy of US firms. – Managerial Finance, 2011, Vol. 37, Issue 1, pp. 34–46.
13. **Bhattacharya, S.** Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. – The Bell Journal of Economics, 1979, Vol. 10, No. 1, pp. 259–270.
14. **Block, S. B., Hirt, G. A., Short, J. D.** Foundations of financial management. Burr Ridge: Irwin, 1994, 944 p.
15. **Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., Michaely, R.** Payout policy in the 21st century. Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper, 2005.
16. **Brigham, E. F., Houston, J. F.** Fundamentals of financial management. Fort Worth: Dryden Press, 1999, 641 p.
17. **Bõtskova, J., Teearu, A.** Äirahandus. Tallinn: Coopers & Lybrand, 1997, 157 lk.
18. **Chen, J., Dhiensiri, N.** Determinants of Dividend Policy: The Evidence from New Zealand. – International Research Journal of Finance and Economics, 2009, Issue 34, pp. 18– 28.
19. **Clayman, M. R., Fridson, M. S., Troughton, G. H.** Corporate Finance: A Practical approach. New York: Wiley, 2008, 451 p.
20. **Comment, R., Jarrell, G. A.** The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases. – The Journal of Finance, 1991, Vol. 46, No. 4, pp. 1243–1271.
21. **Coombes, R. J., Tress, R. B.** Return of Capital: A Legal or A Market Process? – Australian Journal of Management, 1979, Vol. 4, Issue 2, pp. 85–96.
22. **Damodaran, A.** Applied Corporate Finance. [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>]. 15.10.2012.

23. **Damodaran, A.** Corporate Finance: Theory and Practice. New York: Wiley, 2001, 972 p.
24. **Dittmar, A.** Corporate Cash Policy and How to Manage it with Stock Repurchases. – Journal of Applied Corporate Finance, 2008, Vol. 20, No. 3, pp. 21–35.
25. **Dittmar, A.** Why Do Firms Repurchase Stock? – Journal of Business, 2000, Vol. 73, No. 3, pp. 331–355.
26. Eesti Energia AS finantsaruanded. Eesti Energia AS. [<https://www.energia.ee/et/aruanded>]. 27.12.2012.
27. **Eije, H., Megginson, W. L.** Dividends and share repurchases in the European Union. – Journal of Financial Economics, 2008, Vol. 89, Issue 2, pp. 347–374.
28. **El-Ansary, O., Gomaa, T.** The Life Cycle Theory of Dividends: Evidence from Egypt. – International Research Journal of Finance and Economics. 2012, Issue 97, pp. 72–80.
29. **Emery, D. R., Finnerty, J. D., Stowe, J. D.** Corporate financial management, 3rd ed. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2007, 895 p.
30. **Fama, E. F., French, K. R.** Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? – Journal of Financial Economics, 2001, Vol. 60, pp. 3–43.
31. Finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn: Äripäeva Kirjastus, 2005. [<http://kasiraamat.aripaev.ee/finantsjuhtimine>]. 01.11.2012.
32. **Frankfurter, G. M., Wood, B. G., Wansley, J.** Dividend policy: theory and practice. San Diego: Academic Press, 2003, 236 p.
33. **Gitman, L. J., Zutter, C.J.** Principles of Managerial Finance, 5th ed. Prentice Hall, 2009, 704 p.
34. **Glikman, L.** Dividendide maksustamine hävitaks majanduse. [<http://www.ap3.ee/article/2012/9/25/glikman-dividendide-maksustamine-havitaks-majandus>]. 11.11.2012.
35. **Griffin, C. H.** Liquidity and Dividend Policy: International Evidence. – International Business Research, 2010, Vol. 3, No. 3, pp. 3–9.
36. **Grullon, G., Ikenberry, D. L.** What Do We Know About Stock Repurchases? – Journal of Applied Corporate Finance, 2000, Vol. 13.1, pp. 31–51.

37. **Grullon, G., Michaely, R.** Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. – The Journal of Finance, 2002, Vol. 57, No. 4, pp. 1649–1684.
38. **Guttman, I., Kadan, O., Kandel, E.** Dividend Stickiness and Strategic Pooling. – Review of Financial Studies, 2010, Vol. 23, pp. 1– 57.
39. High Payout Ratio = High Earnings Growth in the Future. Allianz Global Investors Europe GmbH. Frankfurt am Main, 2012, 5 p. [<https://www.allianzglobalinvestors.de/cms-out/kapitalmarktanalyse/docs/pdf-eng/analysis-and-trends-high-payout-ratio-high-earning-growth-in-the-future.pdf>]. 28.12.2012.
40. **Ilie, L.** Dividend Controversy: A Theoretical Approach. – Studies in Business and Economics, 2011, vol. 6, issue 3, pp.110–118.
41. **Ioanas, C., Nichita, M., Gruiescu, M.** Factors that affect dividend policies. – Romanian Economic and Business Review, 2009, Vol. 4, No. 2, pp. 83–88.
42. **Jagannathan, M., Stephens, C. P., Weisbach, M. S.** Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. – Journal of Financial Economics, 2000, No. 57, pp. 355–384.
43. **Jolls, C.** Stock Repurchases and Incentive Compensation. NBER working paper series, 1998, 39 p. [<http://www.nber.org/papers/w6467>]. 19.11.2012.
44. **Karpov, K.** Dividendipoliitika Eesti ettevõtetes. TÜ rahanduse ja arvestuse instituut, 2004, 64 lk. (bakalaureusetöö)
45. **Keown, A. J., Scott, D. F., Martin, Jr. J. D., Petty, J. W.** Foundations of finance: the logic and practice of financial management. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1994, 601 p.
46. **Kõvask, Keiu.** (Statistikaameti Statistika levi osakonna Teabe ja levi talituse vanemkonsultant). Eesti ettevõtete poolt makstud dividendid. Autori kirjavahetus. Tartu, 29.11.2012.
47. **Leary, M. T., Michaely, R.** Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence. – The Review of Financial Studies, 2011, v. 24, no. 10, pp. 3197–3249.
48. **Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., Sarig, O. H.** Dividend policy: its impact on firm value. Boston: Harvard Business School Press, 2000, 219 p.

49. **Lintner, J.** Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. – The American Economic Review, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association, 1956, Vol. 46, No. 2, pp. 97–113.
50. **Liu, J.-C., Yang, C.-C., Chiou, J.** Payout Policy in Taiwan: Cash Dividends, Stock Repurchases and Capital Reduction. – Asian Finance Association and Taiwan Finance Association 2012 Joint International Conference, 2012, 50 p. [<http://ssrn.com/abstract=2140337>]. 09.12.2012.
51. **Lloyd, W. O., Jahera, Jr. J. S., Page, D. E.** Agency Costs and Dividend Payout Ratios. – Quarterly Journal of Business & Economics, 1985, Vol. 24, Issue 3, pp. 19–29.
52. **Miller, M. H., Modigliani, F.** Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. – The Journal of Business, 1961, Vol. 34, No. 4, pp. 411–433.
53. NASDAQ OMX Tallinna börsil makstud dividendid. NASDAQ OMX Tallinn. [<http://www.nasdaqomxbaltic.com/et/shares/dividendid/>]. 13.01.2013.
54. National Treasury of Republic of South Africa. Dividends Versus Return of Capital: Revising the Base for Taxable Distributions. 24 p. [<http://www.treasury.gov.za/public%20comments/STC%20Discussion%20Document%20%2020%20Feb%202008.pdf>]. 09.12.2012.
55. **Paulo, S., Gale, C.** The Miller-Modigliani 1961 Ponzi scheme, alias "dividend irrelevance". – International Journal of Law and Management, 2012, Vol. 54, Issue 3, pp. 234–241.
56. **Peyer, U. C., Vermaelen, T.** The many facets of privately negotiated stock repurchases. – Journal of Financial Economics, 2005, No. 75, pp. 361–395.
57. **Rao R.** Financial Management: Concepts and Applications. New York: Macmillan, 1992, 864 p.
58. **Ross, T.** Haigekassa uus juht koormaks dividendid sotsiaalmaksuga. [<http://www.e24.ee/982594/haigekassa-uus-juht-koormaks-dividendid-sotsiaalmaksuga>]. 11.11.2012.
59. **Saag, M.** Dividendide maksustamise tulemuseks on kiuslik riik. [<http://www.ap3.ee/article/2012/9/26/marko-saag-dividendide-maksustamise-tulemuseks-on-kiuslik-riik>]. 11.11.2012.

60. **Sander, P.** Ettevõtte rahandus. Tartu: Tartu Ülikooli Majandusteaduskond, 2011, 66 lk.
61. Statistika andmebaas. Statistikaameti kodulehekülg. [<http://www.stat.ee/statistika>]. 15.01.2013.
62. **Stephens, C. P., Weisbach, M. S.** Actual Share Repurchases in Open-Market Repurchase Programs. – The Journal of Finance, 1998, Vol. 53, No.1, pp. 313–333.
63. **Teral, A.** Dividendipoliitika Eesti linnadele kuuluvates ettevõtetes. TÜ ettevõttemajanduse instituut, 2009, 64 lk. (bakalaureusetöö)
64. **Teral, A.** Väljamaksepoliitika ja selle seos finantsnäitajatega Eesti ettevõtetes. TÜ ettevõttemajanduse instituut, 2011, 103 lk. (magistritöö)
65. To gauge dividends, look at payout ratio. – Dow Theory Forecasts, 2012, Vol. 68, Issue 33, pp. 4–5.
66. **Trumm, K.** Dividendipoliitika Eesti ettevõtetes ja seda mõjutavad tegurid. TÜ rahanduse ja arvestuse instituut, 2005, 99 lk. (magistritöö)
67. Tulumaksuseadus. Vastu võetud Riigikogus 15. detsembril 1999. a. – Riigi Teataja I osa, 1999, nr. 101, art. 903. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/119112010007>]. 25.10.2012.
68. **Vermaelen, T.** Share Repurchases. Hanover: Now Publishers, 2005, 109 p. [http://books.google.ee/books/about/Share_Repurchases.html?id=P4jWfNEyk1IC&redir_esc=y]. 17.11.2012.
69. **Wiemer, J., Diel, S.** Strategies for share buybacks. – Journal of Corporate Treasury Management, 2008, Vol. 1, Issue 4, pp. 297–304.
70. Äriregistri andmebaas. Registrate ja Infosüsteemide Keskus, 2013.
71. Äriseadustik. Vastu võetud Riigikogus 15. veebruaril 1995. a. – Riigi Teataja I osa, 1995, nr. 26, art. 355. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/131122010019>]. 13.11.2012.

LISAD

Lisa 1. Eesti ettevõtete poolt väljakuulutatud dividendid majandusharude lõikes aastatel 2005–2011, mln EUR.

Majandusharu	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Majandusharud kokku ⁸	516	689	992	988	899	804	818
Põllumajandus, metsamajandus ja kalapüük ⁹	..	..	..	..	39	6	10
Mäetööstus	1	2	15	13	9	23	15
Töötlev tööstus	62	82	103	95	79	62	88
Elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine	10	50	99	78	173	203	117
Veevarustus; kanalisatsiooni, jäätme- ja saastekäitlus	8	11	15	20	18	35	20
Ehitus	32	59	127	84	57	39	36
Hulgi- ja jaekaubandus; mootorsõidukite ja mootorrataste remont	84	117	167	224	119	83	129
Veondus ja laondus	71	63	81	36	58	56	68
Majutus ja toitlustus	3	4	4	5	6	5	2
Info ja side	81	103	104	109	181	76	105
Kinnisvaraalaane tegevus	25	36	66	90	36	44	34
Kutse-, teadus- ja tehnikalaane tegevus	123	141	180	192	83	134	155
Haldus- ja abitegevused	8	9	13	22	19	21	21
Haridus	1	2	3	3	4	3	2
Tervishoid ja sotsiaaltoetused	4	4	5	9	8	7	8
Kunst, meelelahutus ja vaba aeg	2	4	4	7	7	7	7
Muud teenindavad tegevused	1	1	6	2	1	1	1

Allikas: (Statistika andmebaas 2013); autori koostatud.

⁸ Ilma finantsasutusteta.

⁹ 2005-2008 andmed puuduvad.

Lisa 2. Eesti ettevõtete puhaskasumid majandusharude lõikes aastatel 2005–2011, mln EUR.

Majandusharu	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Majandusharud kokku ¹⁰	2520	3913	3958	1366	475	2045	3083
Põllumajandus, metsamajandus ja kalapüük	66	61	153	70	8	110	201
Mäetööstus	17	15	30	3	15	23	30
Töötlev tööstus	372	467	553	299	45	398	632
Elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine	109	326	128	114	213	272	220
Veevarustus; kanalisatsiooni, jäätme- ja saastekäitlus	17	29	27	28	34	38	36
Ehitus	314	505	491	6	-45	-37	71
Hulgi- ja jaekaubandus; mootorsõidukite ja mootorrataste remont	530	769	828	259	3	246	474
Veondus ja laondus	183	212	156	191	69	249	322
Majutus ja toitlustus	39	50	34	-30	-31	-3	23
Info ja side	252	162	244	171	145	160	160
Kinnisvaraalaane tegevus	230	639	645	-25	-54	296	382
Kutse-, teadus- ja tehnikaalaane tegevus	300	518	487	190	28	177	350
Haldus- ja abitegevused	26	82	98	66	57	100	148
Haridus	13	18	14	4	2	6	4
Tervishoid ja sotsiaaltoolekanne	16	16	21	17	9	13	13
Kunst, meelelahutus ja vaba aeg	29	38	42	1	-21	-3	14
Muud teenindavad tegevused	7	5	7	5	-2	2	4

Allikas: (Statistika andmebaas 2013); autori koostatud.

¹⁰ Ilma finantsasutusteta.

Lisa 3. Mudeli InDIVSUM korrelatsioonimaatriks.

		InDIVSU M	InKÄIVE	KÄIVEK ASV	InKOGU VARA	KOGUK ASV	PVKASV	InEELDI V	InEELO MA	InARKA SUM	InEELK ASUM	VOLAK ORD	LVKK	ROE	ROA	RISK	VANUS	OMRKO V	OMEES TI	OMVALI S
InDIVSUM	Korrelatsioon	1	,573"	-,009	,690"	,017"	,007	,804"	,448"	,726"	,537"	,018"	,010	-,002	,064"	-,007	,201"	,051"	-,170"	,165"
	Olulisustõenäosus		0,000	,211	0,000	,014	,378	0,000	,000	0,000	0,000	,002	,081	,684	,000	,306	,000	,000	,000	
	N	30364	29175	19156	30218	19914	17411	14363	119	26120	27249	29264	29039	30165	30163	19873	29780	29780	29780	
InKÄIVE	Korrelatsioon	,573"	1	,007"	,715"	-,002	-,001	,559"	,182"	,666"	,559"	-,001	-,004	,002	,003	,001	,250"	,048"	-,160"	,151"
	Olulisustõenäosus	0,000		,001	0,000	,325	,718	0,000	,000	0,000	0,000	,495	,064	,235	,059	,769	0,000	,000	0,000	
	N	29175	305478	205852	305144	215663	170338	29900	1252	203230	224376	281807	277058	303840	303781	159864	301015	234462	234462	
KÄIVEKASV	Korrelatsioon	-,009	,007"	1	,007"	,171"	,001	-,009	-,049	,008"	-,018"	,000	,000	,000	,000	,068"	-,003	,000	-,010"	,011"
	Olulisustõenäosus	,211	,001		,001	0,000	,702	,122	,172	,002	,000	,962	,931	,984	,978	,000	,210	,868	,000	,000
	N	19156	205852	221862	216603	221687	175841	29181	791	131837	180376	199802	196110	214217	214116	134319	219885	160293	160293	
InKOGUVARA	Korrelatsioon	,690"	,715"	,007"	1	,004"	,000	,663"	,275"	,725"	,787"	-,033"	,009"	,014"	,004"	,010"	,264"	,058"	-,138"	,126"
	Olulisustõenäosus	0,000	0,000	,001		,047	,955	0,000	,000	0,000	0,000	,000	,000	,000	,021	,000	0,000	,000	0,000	
	N	30218	305144	216603	379866	266053	190828	31168	1431	217580	258207	318176	309590	349630	349668	178297	372977	290487	290487	
KOGUKASV	Korrelatsioon	,017"	-,002	,171"	,004"	1	,017"	,012"	-,080"	,002	-,018"	,000	,001	,000	,000	,003	,001	,000	-,007"	,007"
	Olulisustõenäosus	,014	,325	0,000	,047		,000	,042	,017	,446	,000	,988	,681	,997	,999	,270	,565	,839	,004	,002
	N	19914	215663	221687	266053	273473	195319	30218	898	146612	203893	225572	219148	246401	246267	148392	270562	196881	196881	
PVKASV	Korrelatsioon	,007	-,001	,001	,000	,017"	1	,004	-,069	,003	-,007"	,000	,000	,000	,000	,000	-,004	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus	,378	,718	,702	,955	,000		,494	,057	,251	,008	,990	,988	,993	,991	,980	,077	,926	,818	,835
	N	17411	170338	175841	190828	195319	195319	26509	753	110105	156044	178475	174007	186810	186755	124052	193594	142637	142637	
InEELDIV	Korrelatsioon	,804"	,559"	-,009	,663"	,012"	,004	1	,428"	,682"	,565"	,000	,022"	,007	,001	-,003	,210"	,052"	-,161"	,156"
	Olulisustõenäosus	0,000	0,000	,122	0,000	,042	,494		,000	0,000	0,000	,985	,000	,243	,927	,611	,000	,000	,000	
	N	14363	29900	29181	31168	30218	26509	31186	191	23915	29976	30158	29890	31141	31139	22452	30682	22806	22806	
InEELOMA	Korrelatsioon	,448"	,182"	-,049	,275"	-,080"	-,069	,428"	1	,292"	,376"	,001	,051	,007	-,001	,043	,028		-,195"	,190"
	Olulisustõenäosus	,000	,000	,172	,000	,017	,057	,000		,000	,000	,972	,075	,787	,961	,280	,299	0,000	,000	,000
	N	119	1252	791	1431	898	753	191	1450	928	741	1276	1228	1373	1373	637	1376	908	908	
InARKASUM	Korrelatsioon	,726"	,666"	,008"	,725"	,002	,003	,682"	,292"	1	,666"	,004	,011"	,001	,004	,012"	,147"	,027"	-,130"	,126"
	Olulisustõenäosus	0,000	0,000	,002	0,000	,446	,251	0,000	,000		0,000	,116	,000	,543	,079	,000	0,000	,000	0,000	0,000
	N	26120	203230	131837	217580	146612	110105	23915	928	217689	154529	195166	191092	217632	217591	107368	214273	164008	164008	
InEELKASUM	Korrelatsioon	,537"	,559"	-,018"	,787"	-,018"	-,007"	,565"	,376"	,666"	1	-,001	,004	-,002	-,002	,007"	,291"	,031"	-,118"	,112"
	Olulisustõenäosus	0,000	0,000	,000	0,000	,000	,008	0,000	,000	0,000		,556	,067	,259	,431	,004	0,000	,000	0,000	0,000
	N	27249	224376	180376	258207	203893	156044	29976	741	154529	258322	229426	224634	249258	249216	151302	254512	198338	198338	

Lisa 3. Mudeli InDIVSUM korrelatsioonimaatriks, järg.

		InDIVSU M	InKÄIVE	KAIVEK ASV	InKOGU VARA	KOGUK ASV	PVKASV	InEELDI V	InEELO MA	InARKA SUM	InEELK ASUM	VOLAK ORD	LVKK	ROE	ROA	RISK	VANUS	OMRKO V	OMEES TI	OMVALI S
VOLAKORD	Korrelatsioon	,018"	-.001	,000	-,033"	,000	,000	,000	,001	,004	-,001	1	,000	,000	,831"	,000	,000	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus	,002	,495	,962	,000	,988	,990	,985	,972	,116	,556		,967	,994	0,000	,989	,929	,879	,547	,566
	N	29264	281807	199802	318176	225572	178475	30158	1276	195166	229426	318269	309671	310425	310452	165462	313319	245361	245361	245361
LVKK	Korrelatsioon	,010	-.004	,000	,009"	,001	,000	,022"	,051	,011"	,004	,000	1	,000	,000	,000	-,002	-,001	-,004	,004
	Olulisustõenäosus	,081	,064	,931	,000	,681	,988	,000	,075	,000	,067	,967		,985	,997	,991	,392	,700	,056	,039
	N	29039	277058	196110	309590	219148	174007	29890	1228	191092	224634	309671	309677	302811	302837	162590	304954	239334	239334	239334
ROE	Korrelatsioon	-,002	,002	,000	,014"	,000	,000	,007	,007	,001	-,002	,000	,000	1	,377"	,000	,001	,000	-,001	,000
	Olulisustõenäosus	,684	,235	,984	,000	,997	,993	,243	,787	,543	,259	,994	,985		0,000	,997	,574	,937	,793	,806
	N	30165	303840	214217	349630	246401	186810	31141	1373	217632	249258	310425	302811	350011	349733	178444	344250	268749	268749	268749
ROA	Korrelatsioon	,064"	,003	,000	,004"	,000	,000	,001	-,001	,004	-,002	,831"	,000	,377"	1	,000	,002	,000	,000	,000
	Olulisustõenäosus	,000	,059	,978	,021	,999	,991	,927	,961	,079	,431	0,000	,997	0,000		,997	,369	,987	,860	,852
	N	30163	303781	214116	349668	246267	186755	31139	1373	217591	249216	310452	302837	349733	349771	178331	344022	268581	268581	268581
RISK	Korrelatsioon	-,007	,001	,068"	,010"	,003	,000	-,003	,043	,012"	,007"	,000	,000	,000	1	-,005	-,001	-,004	-,004	,004
	Olulisustõenäosus	,306	,769	,000	,000	,270	,980	,611	,280	,000	,004	,989	,991	,997	,997		,047	,840	,167	,125
	N	19873	159864	134319	178297	148392	124052	22452	637	107368	151302	165462	162590	178444	178331	178535	177307	135914	135914	135914
VANUS	Korrelatsioon	,201"	,250"	-,003	,264"	,001	-,004	,210"	,028	,147"	,291"	,000	-,002	,001	,002	-,005	1	,053"	,015"	-,040"
	Olulisustõenäosus	,000	0,000	,210	0,000	,565	,077	,000	,299	0,000	0,000	,929	,392	,574	,369	,047		,000	,000	,000
	N	29780	301015	219885	372977	270562	193594	30682	1376	214273	254512	313319	304954	344250	344022	177307	403531	314053	314053	314053
OMRKOV	Korrelatsioon	,051"	,048"	,000	,058"	,000	,000	,052"	,0	,027"	,031"	,000	-,001	,000	,000	-,001	,053"	1	-,156"	-,014"
	Olulisustõenäosus	,000	,000	,868	,000	,839	,926	,000	0,000	,000	,000	,879	,700	,937	,987	,840	,000		0,000	,000
	N	29780	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101
OMEESTI	Korrelatsioon	-,170"	-,160"	-,010"	-,138"	-,007"	,001	-,161"	-,195"	-,130"	-,118"	,001	-,004	-,001	,000	-,004	,015"	-,156"	1	-,959"
	Olulisustõenäosus	,000	0,000	,000	0,000	,004	,818	,000	,000	0,000	0,000	,547	,056	,793	,860	,167	,000	0,000		0,000
	N	29780	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101
OMVÄLIS	Korrelatsioon	,165"	,151"	,011"	,126"	,007"	-,001	,156"	,190"	,126"	,112"	-,001	,004	,000	,000	,004	-,040"	-,014"	-,959"	1
	Olulisustõenäosus	,000	0,000	,000	0,000	,002	,835	,000	,000	0,000	0,000	,566	,039	,806	,852	,125	,000	,000	0,000	
	N	29780	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101

** Korrelatsioon on oluline tasemel 0,01.

* Korrelatsioon on oluline tasemel 0,05.

c. Ei ole võimalik arvutada.

Allikas: (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Lisa 4. Mudeli DIVOMA korrelatsioonimaatriks.

		DIVOMA	InKÄIVE	KÄIVEKASV	InKOGU VARA	KOGUKASV	PVKASV	InEELDIV	InEELOMA	InARKASUM	InEELKASUM	VOLAKORD	LVKK	ROE	ROA	RISK	VANUS	OMRKO V	OMEESTI	OMVALITS
DIVOMA	Korrelatsioon	1	-,035"	,000	,005	,000	-,001	,007	-,256"	-,005	-,012"	-,006	,000	,904"	-,267"	,000	-,019"	-,001	,001	-,001
	Olulisustõenäosus		,000	,952	,345	,965	,885	,417	,005	,433	,040	,324	,995	0,000	0,000	,973	,001	,863	,799	,846
	N	30217	29164	19137	30215	19893	17390	14361	119	26119	27248	29262	29037	30164	30162	19872	29736	29736	29736	29736
InKÄIVE	Korrelatsioon	-,035"	1	,007"	,715"	-,002	-,001	,559"	,182"	,666"	,559"	-,001	-,004	,002	,003	,001	,250"	,048"	-,160"	,151"
	Olulisustõenäosus	,000		,001	0,000	,325	,718	0,000	,000	0,000	0,000	,495	,064	,235	,059	,769	0,000	,000	0,000	0,000
	N	29164	305478	205852	305144	215663	170338	29900	1252	203230	224376	281807	277058	303840	303781	159864	301015	234462	234462	234462
KÄIVEKASV	Korrelatsioon	,000	,007"	1	,007"	,171"	,001	-,009	-,049	,008"	-,018"	,000	,000	,000	,000	,068"	-,003	,000	-,010"	,011"
	Olulisustõenäosus	,952	,001		,001	0,000	,702	,122	,172	,002	,000	,962	,931	,984	,978	,000	,210	,868	,000	,000
	N	19137	205852	221862	216603	221687	175841	29181	791	131837	180376	199802	196110	214217	214116	134319	219885	160293	160293	160293
InKOGUVARA	Korrelatsioon	,005	,715"	,007"	1	,004	,000	,663"	,275"	,725"	,787"	-,033"	,009"	,014"	,004	,010"	,264"	,058"	-,138"	,126"
	Olulisustõenäosus	,345	0,000	,001		,047	,955	0,000	,000	0,000	0,000	,000	,000	,000	,021	,000	0,000	,000	0,000	0,000
	N	30215	305144	216603	379866	266053	190828	31168	1431	217580	258207	318176	309590	349630	349668	178297	372977	290487	290487	290487
KOGUKASV	Korrelatsioon	,000	-,002	,171"	,004	1	,017"	,012"	-,080	,002	-,018"	,000	,001	,000	,000	,003	,001	,000	-,007"	,007"
	Olulisustõenäosus	,965	,325	0,000	,047		,000	,042	,017	,446	,000	,988	,681	,997	,999	,270	,565	,839	,004	,002
	N	19893	215663	221687	266053	273473	195319	30218	898	146612	203893	225572	219148	246401	246267	148392	270562	196881	196881	196881
PVKASV	Korrelatsioon	-,001	-,001	,001	,000	,017"	1	,004	-,069	,003	-,007"	,000	,000	,000	,000	,000	-,004	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus	,885	,718	,702	,955	,000		,494	,057	,251	,008	,990	,988	,993	,991	,980	,077	,926	,818	,835
	N	17390	170338	175841	190828	195319	195319	26509	753	110105	156044	178475	174007	186810	186755	124052	193594	142637	142637	142637
InEELDIV	Korrelatsioon	,007	,559"	-,009	,663"	,012"	,004	1	,428"	,682"	,565"	,000	,022"	,007	,001	-,003	,210	,052"	-,161"	,156"
	Olulisustõenäosus	,417	0,000	,122	0,000	,042	,494		,000	0,000	0,000	,985	,000	,243	,927	,611	,000	,000	,000	,000
	N	14361	29900	29181	31168	30218	26509	31186	191	23915	29976	30158	29890	31141	31139	22452	30682	22806	22806	22806
InEELOMA	Korrelatsioon	-,256"	,182"	-,049	,275"	-,080	-,069	,428"	1	,292"	,376"	,001	,051	,007	-,001	,043	,028	,0	-,195"	,190"
	Olulisustõenäosus	,005	,000	,172	,000	,017	,057	,000		,000	,000	,972	,075	,787	,961	,280	,299	0,000	,000	,000
	N	119	1252	791	1431	898	753	191	1450	928	741	1276	1228	1373	1373	637	1376	908	908	908
InARKASUM	Korrelatsioon	-,005	,666"	,008"	,725"	,002	,003	,682"	,292"	1	,666"	,004	,011"	,001	,004	,012"	,147"	,027"	-,130"	,126"
	Olulisustõenäosus	,433	0,000	,002	0,000	,446	,251	0,000	,000		0,000	,116	,000	,543	,079	,000	0,000	,000	0,000	0,000
	N	26119	203230	131837	217580	146612	110105	23915	928	217689	154529	195166	191092	217632	217591	107368	214273	164008	164008	164008
InEELKASUM	Korrelatsioon	-,012	,559"	-,018"	,787"	-,018"	-,007"	,565"	,376"	,666"	1	-,001	,004	-,002	-,002	,007"	,291"	,031"	-,118"	,112"
	Olulisustõenäosus	,040	0,000	,000	0,000	,000	,008	0,000	,000	0,000		,556	,067	,259	,431	,004	0,000	,000	0,000	0,000
	N	27248	224376	180376	258207	203893	156044	29976	741	154529	258322	229426	224634	249258	249216	151302	254512	198338	198338	198338

Lisa 4. Mudeli DIVOMA korrelatsioonimaatriks, järg.

		DIVOMA	lnKÄIVE	KÄIVEK ASV	lnKOGU VARA	KOGUK ASV	PVKASV	lnEELDI V	lnEEL MA	lnARKA SUM	lnEELK ASUM	VOLAKO RD	LVKK	ROE	ROA	RISK	VANUS	OMRKO V	OMEES TI	OMVÄLI S
VOLAKORD	Korrelatsioon	-,006	-,001	,000	-,033	,000	,000	,000	,001	,004	-,001	1	,000	,000	,831	,000	,000	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus	,324	,495	,962	,000	,988	,990	,985	,972	,116	,556		,967	,994	0,000	,989	,929	,879	,547	,566
	N	29262	281807	199802	318176	225572	178475	30158	1276	195166	229426	318269	309671	310425	310452	165462	313319	245361	245361	245361
LVKK	Korrelatsioon	,000	-,004	,000	,009	,001	,000	,022	,051	,011	,004	,000	1	,000	,000	,000	-,002	-,001	-,004	,004
	Olulisustõenäosus	,995	,064	,931	,000	,681	,988	,000	,075	,000	,067	,967		,985	,997	,991	,392	,700	,056	,039
	N	29037	277058	196110	309590	219148	174007	29890	1228	191092	224634	309671	309677	302811	302837	162590	304954	239334	239334	239334
ROE	Korrelatsioon	,904	,002	,000	,014	,000	,000	,007	,007	,001	-,002	,000	,000	1	,377	,000	,001	,000	-,001	,000
	Olulisustõenäosus	0,000	,235	,984	,000	,997	,993	,243	,787	,543	,259	,994	,985		0,000	,997	,574	,937	,793	,806
	N	30164	303840	214217	349630	246401	186810	31141	1373	217632	249258	310425	302811	350011	349733	178444	344250	268749	268749	268749
ROA	Korrelatsioon	-,267	,003	,000	,004	,000	,000	,001	-,001	,004	-,002	,831	,000	,377	1	,000	,002	,000	,000	,000
	Olulisustõenäosus	0,000	,059	,978	,021	,999	,991	,927	,961	,079	,431	0,000	,997	0,000		,997	,369	,987	,860	,852
	N	30162	303781	214116	349668	246267	186755	31139	1373	217591	249216	310452	302837	349733	349771	178331	344022	268581	268581	268581
RISK	Korrelatsioon	,000	,001	,068	,010	,003	,000	-,003	,043	,012	,007	,000	,000	,000	,000	1	-,005	-,001	-,004	,004
	Olulisustõenäosus	,973	,769	,000	,000	,270	,980	,611	,280	,000	,004	,989	,991	,997		,997	,047	,840	,167	,125
	N	19872	159864	134319	178297	148392	124052	22452	637	107368	151302	165462	162590	178444	178331	178535	177307	135914	135914	135914
VANUS	Korrelatsioon	-,019	,250	-,003	,264	,001	-,004	,210	,028	,147	,291	,000	-,002	,001	,002	-,005	1	,053	,015	-,040
	Olulisustõenäosus	,001	0,000	,210	0,000	,565	,077	,000	,299	0,000	0,000	,929	,392	,574	,369	,047		,000	,000	,000
	N	29736	301015	219885	372977	270562	193594	30682	1376	214273	254512	313319	304954	344250	344022	177307	403531	314053	314053	314053
OMRKOV	Korrelatsioon	-,001	,048	,000	,058	,000	,000	,052	,027	,031	,000	-,001	,000	,000	,000	-,001	,053	1	-,156	-,014
	Olulisustõenäosus	,863	,000	,868	,000	,839	,926	,000	0,000	,000	,000	,879	,700	,937	,987	,840	,000		0,000	,000
	N	29736	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101
OMEESTI	Korrelatsioon	,001	-,160	-,010	-,138	-,007	,001	-,161	-,195	-,130	-,118	,001	-,004	-,001	,000	-,004	,015	-,156	1	-,959
	Olulisustõenäosus	,799	0,000	,000	0,000	,004	,818	,000	,000	0,000	0,000	,547	,056	,793	,860	,167	,000	0,000		0,000
	N	29736	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101
OMVÄLIS	Korrelatsioon	-,001	,151	,011	,126	,007	-,001	,156	,190	,126	,112	-,001	,004	,000	,000	,004	-,040	-,014	-,959	1
	Olulisustõenäosus	,846	0,000	,000	0,000	,002	,835	,000	,000	0,000	0,000	,566	,039	,806	,852	,125	,000	,000	0,000	
	N	29736	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101

** Korrelatsioon on oluline tasemel 0,01.

* Korrelatsioon on oluline tasemel 0,05.

c. Ei ole võimalik arvutada.

Allikas: (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Lisa 5. Mudeli DIVKORD1 korrelatsioonimaatriks.

		DIVKOR D1	InKÄIVE	KÄIVEK ASV	InKOGU VARA	KOGUK ASV	PVKASV	InEELDI V	InEELO MA	InARKA SUM	InEELK ASUM	VÕLAK ORD	LVKK	ROE	ROA	RISK	VANUS	OMRKO V	OMEES TI	OMVÄLI S
DIVKORD1	Korrelatsioon	1	-,010	-,002	-,009	,000	,000	,008	,108	-,093	-,018	-,001	,000	,000	,000	-,003	,005	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus		,099	,832	,115	,977	,986	,345	,242	,000	,003	,802	,985	,998	,955	,697	,388	,991	,878	,879
	N	30165	29136	19120	30163	19868	17372	14352	119	26120	27213	29224	29002	30165	30163	19873	29686	29686	29686	29686
InKÄIVE	Korrelatsioon	-,010	1	,007	,715	-,002	-,001	,559	,182	,666	,559	-,001	-,004	,002	,003	,001	,250	,048	-,160	,151
	Olulisustõenäosus	,099		,001	0,000	,325	,718	0,000	,000	0,000	0,000	,495	,064	,235	,059	,769	0,000	,000	0,000	0,000
	N	29136	305478	205852	305144	215663	170338	29900	1252	203230	224376	281807	277058	303840	303781	159864	301015	234462	234462	234462
KÄIVEKASV	Korrelatsioon	-,002	,007	1	,007	,171	,001	-,009	-,049	,008	-,018	,000	,000	,000	,000	,068	-,003	,000	-,010	,011
	Olulisustõenäosus	,832	,001		,001	0,000	,702	,122	,172	,002	,000	,962	,931	,984	,978	,000	,210	,868	,000	,000
	N	19120	205852	221862	216603	221687	175841	29181	791	131837	180376	199802	196110	214217	214116	134319	219885	160293	160293	160293
InKOGUVARA	Korrelatsioon	-,009	,715	,007	1	,004	,000	,663	,275	,725	,787	-,033	,009	,014	,004	,010	,264	,058	-,138	,126
	Olulisustõenäosus	,115	0,000	,001		,047	,955	0,000	,000	0,000	0,000	,000	,000	,000	,021	,000	0,000	,000	0,000	0,000
	N	30163	305144	216603	379866	266053	190828	31168	1431	217580	258207	318176	309590	349630	349668	178297	372977	290487	290487	290487
KOGUKASV	Korrelatsioon	,000	-,002	,171	,004	1	,017	,012	-,080	,002	-,018	,000	,001	,000	,000	,003	,001	,000	-,007	,007
	Olulisustõenäosus	,977	,325	0,000	,047		,000	,042	,017	,446	,000	,988	,681	,997	,999	,270	,565	,839	,004	,002
	N	19868	215663	221687	266053	273473	195319	30218	898	146612	203893	225572	219148	246401	246267	148392	270562	196881	196881	196881
PVKASV	Korrelatsioon	,000	-,001	,001	,000	,017	1	,004	-,069	,003	-,007	,000	,000	,000	,000	,000	-,004	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus	,986	,718	,702	,955	,000		,494	,057	,251	,008	,990	,988	,993	,991	,980	,077	,926	,818	,835
	N	17372	170338	175841	190828	195319	195319	26509	753	110105	156044	178475	174007	186810	186755	124052	193594	142637	142637	142637
InEELDIV	Korrelatsioon	,008	,559	-,009	,663	,012	,004	1	,428	,682	,565	,000	,022	,007	,001	-,003	,210	,052	-,161	,156
	Olulisustõenäosus	,345	0,000	,122	0,000	,042	,494		,000	0,000	0,000	,985	,000	,243	,927	,611	,000	,000	,000	,000
	N	14352	29900	29181	31168	30218	26509	31186	191	23915	29976	30158	29890	31141	31139	22452	30682	22806	22806	22806
InEELOMA	Korrelatsioon	,108	,182	-,049	,275	-,080	-,069	,428	1	,292	,376	,001	,051	,007	-,001	,043	,028	,000	-,195	,190
	Olulisustõenäosus	,242	,000	,172	,000	,017	,057	,000		,000	,000	,972	,075	,787	,961	,280	,299	0,000	,000	,000
	N	119	1252	791	1431	898	753	191	1450	928	741	1276	1228	1373	1373	637	1376	908	908	908
InARKASUM	Korrelatsioon	-,093	,666	,008	,725	,002	,003	,682	,292	1	,666	,004	,011	,001	,004	,012	,147	,027	-,130	,126
	Olulisustõenäosus	,000	0,000	,002	0,000	,446	,251	0,000	,000		0,000	,116	,000	,543	,079	,000	0,000	,000	0,000	0,000
	N	26120	203230	131837	217580	146612	110105	23915	928	217689	154529	195166	191092	217632	217591	107368	214273	164008	164008	164008
InEELKASUM	Korrelatsioon	-,018	,559	-,018	,787	-,018	-,007	,565	,376	,666	1	-,001	,004	-,002	-,002	,007	,291	,031	-,118	,112
	Olulisustõenäosus	,003	0,000	,000	0,000	,000	,008	0,000	,000	0,000		,556	,067	,259	,431	,004	0,000	,000	0,000	0,000
	N	27213	224376	180376	258207	203893	156044	29976	741	154529	258322	229426	224634	249258	249216	151302	254512	198338	198338	198338

Lisa 5. Mudeli DIVKORD1 korrelatsioonimaatriks, järg.

		DIVKOR D1	InKÄIVE	KÄIVEK ASV	InKOGU VARA	KOGUK ASV	PVKASV	InEELDI V	InEELO MA	InARKA SUM	InEELK ASUM	VÕLAK ORD	LVKK	ROE	ROA	RISK	VANUS	OMRKO V	OMEES TI	OMVÄLI S
VOLAKORD	Korrelatsioon	-,001	-,001	,000	-,033**	,000	,000	,000	,001	,004	-,001	1	,000	,000	,831**	,000	,000	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus	,802	,495	,962	,000	,988	,990	,985	,972	,116	,556		,967	,994	0,000	,989	,929	,879	,547	,566
	N	29224	281807	199802	318176	225572	178475	30158	1276	195166	229426	318269	309671	310425	310452	165462	313319	245361	245361	245361
LVKK	Korrelatsioon	,000	-,004	,000	,009**	,001	,000	,022**	,051	,011**	,004	,000	1	,000	,000	,000	-,002	-,001	-,004	,004
	Olulisustõenäosus	,985	,064	,931	,000	,681	,988	,000	,075	,000	,067	,967		,985	,997	,991	,392	,700	,056	,039
	N	29002	277058	196110	309590	219148	174007	29890	1228	191092	224634	309671	309677	302811	302837	162590	304954	239334	239334	239334
ROE	Korrelatsioon	,000	,002	,000	,014**	,000	,000	,007	,007	,001	-,002	,000	,000	1	,377**	,000	,001	,000	-,001	,000
	Olulisustõenäosus	,998	,235	,984	,000	,997	,993	,243	,787	,543	,259	,994	,985		0,000	,997	,574	,937	,793	,806
	N	30165	303840	214217	349630	246401	186810	31141	1373	217632	249258	310425	302811	350011	349733	178444	344250	268749	268749	268749
ROA	Korrelatsioon	,000	,003	,000	,004*	,000	,000	,001	-,001	,004	-,002	,831**	,000	,377**	1	,000	,002	,000	,000	,000
	Olulisustõenäosus	,955	,059	,978	,021	,999	,991	,927	,961	,079	,431	0,000	,997	0,000		,997	,369	,987	,860	,852
	N	30163	303781	214116	349668	246267	186755	31139	1373	217591	249216	310452	302837	349733	349771	178331	344022	268581	268581	268581
RISK	Korrelatsioon	-,003	,001	,068**	,010**	,003	,000	-,003	,043	,012**	,007**	,000	,000	,000	,000	1	-,005*	-,001	-,004	,004
	Olulisustõenäosus	,697	,769	,000	,000	,270	,980	,611	,280	,000	,004	,989	,991	,997	,997		,047	,840	,167	,125
	N	19873	159864	134319	178297	148392	124052	22452	637	107368	151302	165462	162590	178444	178331	178535	177307	135914	135914	135914
VANUS	Korrelatsioon	,005	,250**	-,003	,264**	,001	-,004	,210**	,028	,147**	,291**	,000	-,002	,001	,002	-,005*	1	,053**	,015**	-,040**
	Olulisustõenäosus	,388	0,000	,210	0,000	,565	,077	,000	,299	0,000	0,000	,929	,392	,574	,369	,047		,000	,000	,000
	N	29686	301015	219885	372977	270562	193594	30682	1376	214273	254512	313319	304954	344250	344022	177307	403531	314053	314053	314053
OMRKOV	Korrelatsioon	,000	,048**	,000	,058**	,000	,000	,052**	0	,027**	,031**	,000	-,001	,000	,000	-,001	,053**	1	-,156**	-,014**
	Olulisustõenäosus	,991	,000	,868	,000	,839	,926	,000	0,000	,000	,000	,879	,700	,937	,987	,840	,000		0,000	,000
	N	29686	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101
OMEESTI	Korrelatsioon	,001	-,160**	-,010**	-,138**	-,007**	,001	-,161**	-,195**	-,130**	-,118**	,001	-,004	-,001	,000	-,004	,015**	-,156**	1	-,959**
	Olulisustõenäosus	,878	0,000	,000	0,000	,004	,818	,000	,000	0,000	0,000	,547	,056	,793	,860	,167	,000	0,000		0,000
	N	29686	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101
OMVÄLIS	Korrelatsioon	-,001	,151**	,011**	,126**	,007**	-,001	,156**	,190**	,126**	,112**	-,001	,004*	,000	,000	,004	-,040**	-,014**	-,959**	1
	Olulisustõenäosus	,879	0,000	,000	0,000	,002	,835	,000	,000	0,000	0,000	,566	,039	,806	,852	,125	,000	,000	0,000	
	N	29686	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101

** Korrelatsioon on oluline tasemel 0,01.

* Korrelatsioon on oluline tasemel 0,05.

c. Ei ole võimalik arvutada.

Allikas: (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Lisa 6. Mudeli DIVKORD2 korrelatsioonimaatriks.

		DIVKOR D2	InKÄIVE	KÄIVEKA SV	InKOGU VARA	KOGUK ASV	PVKASV	InEELDI V	InEELO MA	InARKA SUM	InEELKA SUM	VÕLAKO RD	LVKK	ROE	ROA	RISK	VANUS	OMRKO V	OMEES TI	OMVÄLI S
DIVKORD2	Korrelatsioon	1	-,016"	-,001	-,015"	,000	,000	,005	-,255"	-,063"	-,023"	,011	,000	,000	-,002	,000	,001	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus		,006	,934	,011	,973	,975	,567	,005	,000	,000	,068	,982	,959	,773	,973	,839	,965	,874	,886
	N	30176	29137	19118	30174	19872	17374	14349	119	26119	27224	29232	29009	30162	30160	19872	29697	29697	29697	29697
InKÄIVE	Korrelatsioon	-,016"	1	,007"	,715"	-,002	-,001	,559"	,182"	,666"	,559"	-,001	-,004	,002	,003	,001	,250"	,048"	-,160"	,151"
	Olulisustõenäosus	,006		,001	0,000	,325	,718	0,000	,000	0,000	0,000	,495	,064	,235	,059	,769	0,000	,000	0,000	0,000
	N	29137	305478	205852	305144	215663	170338	29900	1252	203230	224376	281807	277058	303840	303781	159864	301015	234462	234462	234462
KÄIVEKASV	Korrelatsioon	-,001	,007"	1	,007"	,171"	,001	-,009	-,049	,008"	-,018"	,000	,000	,000	,000	,068"	-,003	,000	-,010"	,011"
	Olulisustõenäosus	,934	,001		,001	0,000	,702	,122	,172	,002	,000	,962	,931	,984	,978	,000	,210	,868	,000	,000
	N	19118	205852	221862	216603	221687	175841	29181	791	131837	180376	199802	196110	214217	214116	134319	219885	160293	160293	160293
InKOGUVARA	Korrelatsioon	-,015"	,715"	,007"	1	,004	,000	,663"	,275"	,725"	,787"	-,033"	,009"	,014"	,004	,010"	,264"	,058"	-,138"	,126"
	Olulisustõenäosus	,011	0,000	,001		,047	,955	0,000	,000	0,000	0,000	,000	,000	,000	,021	,000	0,000	,000	0,000	0,000
	N	30174	305144	216603	379866	266053	190828	31168	1431	217580	258207	318176	309590	349630	349668	178297	372977	290487	290487	290487
KOGUKASV	Korrelatsioon	,000	-,002	,171"	,004	1	,017"	,012"	-,080	,002	-,018"	,000	,001	,000	,000	,003	,001	,000	-,007"	,007"
	Olulisustõenäosus	,973	,325	0,000	,047		,000	,042	,017	,446	,000	,988	,681	,997	,999	,270	,565	,839	,004	,002
	N	19872	215663	221687	266053	273473	195319	30218	898	146612	203893	225572	219148	246401	246267	148392	270562	196881	196881	196881
PVKASV	Korrelatsioon	,000	-,001	,001	,000	,017"	1	,004	-,069	,003	-,007"	,000	,000	,000	,000	,000	-,004	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus	,975	,718	,702	,955	,000		,494	,057	,251	,008	,990	,988	,993	,991	,980	,077	,926	,818	,835
	N	17374	170338	175841	190828	195319	195319	26509	753	110105	156044	178475	174007	186810	186755	124052	193594	142637	142637	142637
InEELDIV	Korrelatsioon	,005	,559"	-,009	,663"	,012"	,004	1	,428"	,682"	,565"	,000	,022"	,007	,001	-,003	,210"	,052"	-,161"	,156"
	Olulisustõenäosus	,567	0,000	,122	0,000	,042	,494		,000	0,000	0,000	,985	,000	,243	,927	,611	,000	,000	,000	,000
	N	14349	29900	29181	31168	30218	26509	31186	191	23915	29976	30158	29890	31141	31139	22452	30682	22806	22806	22806
InEELOMA	Korrelatsioon	-,255"	,182"	-,049	,275"	-,080	-,069	,428"	1	,292"	,376"	,001	,051	,007	-,001	,043	,028	,0	-,195"	,190"
	Olulisustõenäosus	,005	,000	,172	,000	,017	,057	,000		,000	,000	,972	,075	,787	,961	,280	,299	0,000	,000	,000
	N	119	1252	791	1431	898	753	191	1450	928	741	1276	1228	1373	1373	637	1376	908	908	908
InARKASUM	Korrelatsioon	-,063"	,666"	,008"	,725"	,002	,003	,682"	,292"	1	,666"	,004	,011"	,001	,004	,012"	,147"	,027"	-,130"	,126"
	Olulisustõenäosus	,000	0,000	,002	0,000	,446	,251	0,000	,000		0,000	,116	,000	,543	,079	,000	0,000	,000	0,000	0,000
	N	26119	203230	131837	217580	146612	110105	23915	928	217689	154529	195166	191092	217632	217591	107368	214273	164008	164008	164008
InEELKASUM	Korrelatsioon	-,023"	,559"	-,018"	,787"	-,018"	-,007"	,565"	,376"	,666"	1	-,001	,004	-,002	-,002	,007"	,291"	,031"	-,118"	,112"
	Olulisustõenäosus	,000	0,000	,000	0,000	,000	,008	0,000	,000	0,000		,556	,067	,259	,431	,004	0,000	,000	0,000	0,000
	N	27224	224376	180376	258207	203893	156044	29976	741	154529	258322	229426	224634	249258	249216	151302	254512	198338	198338	198338

Lisa 6. Mudeli DIVKORD2 korrelatsioonimaatriks, järg.

		DIVKOR D2	lnKÄIVE	KÄIVEKA SV	lnKOGU VARA	KOGUK ASV	PVKASV	lnEELDI V	lnEELO MA	lnARKA SUM	lnEELKA SUM	VÕLAKO RD	LVKK	ROE	ROA	RISK	VANUS	OMRKO V	OMEES TI	OMVÄLI S
VOLAKORD	Korrelatsioon	,011	-,001	,000	-,033	,000	,000	,000	,001	,004	-,001	1	,000	,000	,831	,000	,000	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus	,068	,495	,962	,000	,988	,990	,985	,972	,116	,556		,967	,994	0,000	,989	,929	,879	,547	,566
	N	29232	281807	199802	318176	225572	178475	30158	1276	195166	229426	318269	309671	310425	310452	165462	313319	245361	245361	245361
LVKK	Korrelatsioon	,000	-,004	,000	,009	,001	,000	,022	,051	,011	,004	,000	1	,000	,000	,000	-,002	-,001	-,004	,004
	Olulisustõenäosus	,982	,064	,931	,000	,681	,988	,000	,075	,000	,067	,967		,985	,997	,991	,392	,700	,056	,039
	N	29009	277058	196110	309590	219148	174007	29890	1228	191092	224634	309671	309677	302811	302837	162590	304954	239334	239334	239334
ROE	Korrelatsioon	,000	,002	,000	,014	,000	,000	,007	,007	,001	-,002	,000	,000	1	,377	,000	,001	,000	-,001	,000
	Olulisustõenäosus	,959	,235	,984	,000	,997	,993	,243	,787	,543	,259	,994	,985		0,000	,997	,574	,937	,793	,806
	N	30162	303840	214217	349630	246401	186810	31141	1373	217632	249258	310425	302811	350011	349733	178444	344250	268749	268749	268749
ROA	Korrelatsioon	-,002	,003	,000	,004	,000	,000	,001	-,001	,004	-,002	,831	,000	,377	1	,000	,002	,000	,000	,000
	Olulisustõenäosus	,773	,059	,978	,021	,999	,991	,927	,961	,079	,431	0,000	,997	0,000		,997	,369	,987	,860	,852
	N	30160	303781	214116	349668	246267	186755	31139	1373	217591	249216	310452	302837	349733	349771	178331	344022	268581	268581	268581
RISK	Korrelatsioon	,000	,001	,068	,010	,003	,000	-,003	,043	,012	,007	,000	,000	,000	,000	1	-,005	-,001	-,004	,004
	Olulisustõenäosus	,973	,769	,000	,000	,270	,980	,611	,280	,000	,004	,989	,991	,997		,997	,047	,840	,167	,125
	N	19872	159864	134319	178297	148392	124052	22452	637	107368	151302	165462	162590	178444	178331	178535	177307	135914	135914	135914
VANUS	Korrelatsioon	,001	,250	-,003	,264	,001	-,004	,210	,028	,147	,291	,000	-,002	,001	,002	-,005	1	,053	,015	-,040
	Olulisustõenäosus	,839	0,000	,210	0,000	,565	,077	,000	,299	0,000	0,000	,929	,392	,574	,369	,047		,000	,000	,000
	N	29697	301015	219885	372977	270562	193594	30682	1376	214273	254512	313319	304954	344250	344022	177307	403531	314053	314053	314053
OMRKOV	Korrelatsioon	,000	,048	,000	,058	,000	,000	,052	,027	,031	,000	-,001	,000	,000	,000	-,001	,053	1	-,156	-,014
	Olulisustõenäosus	,965	,000	,868	,000	,839	,926	,000	0,000	,000	,000	,879	,700	,937	,987	,840	,000		0,000	,000
	N	29697	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101
OMEESTI	Korrelatsioon	,001	-,160	-,010	-,138	-,007	,001	-,161	-,195	-,130	-,118	,001	-,004	-,001	,000	-,004	,015	-,156	1	-,959
	Olulisustõenäosus	,874	0,000	,000	0,000	,004	,818	,000	,000	0,000	0,000	,547	,056	,793	,860	,167	,000	0,000		0,000
	N	29697	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101
OMVÄLIS	Korrelatsioon	-,001	,151	,011	,126	,007	-,001	,156	,190	,126	,112	-,001	,004	,000	,000	,004	-,040	-,014	-,959	1
	Olulisustõenäosus	,886	0,000	,000	0,000	,002	,835	,000	,000	0,000	0,000	,566	,039	,806	,852	,125	,000	,000	0,000	
	N	29697	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101

** Korrelatsioon on oluline tasemel 0,01.

* Korrelatsioon on oluline tasemel 0,05.

c. Ei ole võimalik arvutada.

Allikas: (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

Lisa 7. Mudeli InOMASUM korrelatsioonimaatriks.

		InOMASUM	InKÄIVE	KÄIVEKASV	InKOGUVARA	KOGUKASV	PVKASV	InEELDIV	InEELOMA	InARKASUM	InEELKASUM	VOLAKORD	LVKK	ROE	ROA	RISK	VANUS	OMRKO V	OMEES TI	OMVÄLIS
InOMASUM	Korrelatsioon	1	,283"	-,079	,393"	,058	,057	,297"	,747"	,438"	,327"	,024	,052	,001	-,001	-,033	,048	,046	-,108"	,088"
	Olulisustõenäosus		,000	,072	,000	,165	,206	,001	,000	,000	,000	,499	,134	,980	,973	,417	,163	,173	,002	,010
	N	956	790	514	898	582	492	112	124	557	680	830	817	872	872	594	862	862	862	862
InKÄIVE	Korrelatsioon	,283"	1	,007"	,715"	-,002	-,001	,559"	,182"	,666"	,559"	-,001	-,004	,002	,003	,001	,250"	,048"	-,160"	,151"
	Olulisustõenäosus	,000		,001	0,000	,325	,718	0,000	,000	0,000	0,000	,495	,064	,235	,059	,769	0,000	,000	0,000	0,000
	N	790	305478	205852	305144	215663	170338	29900	1252	203230	224376	281807	277058	303840	303781	159864	301015	234462	234462	234462
KÄIVEKASV	Korrelatsioon	-,079	,007"	1	,007"	,171"	,001	-,009	-,049	,008"	-,018"	,000	,000	,000	,000	,068"	-,003	,000	-,010"	,011"
	Olulisustõenäosus	,072	,001		,001	0,000	,702	,122	,172	,002	,000	,962	,931	,984	,978	,000	,210	,868	,000	,000
	N	514	205852	221862	216603	221687	175841	29181	791	131837	180376	199802	196110	214217	214116	134319	219885	160293	160293	160293
InKOGUVARA	Korrelatsioon	,393"	,715"	,007"	1	,004	,000	,663"	,275"	,725"	,787"	-,033"	,009	,014"	,004	,010"	,264"	,058"	-,138"	,126"
	Olulisustõenäosus	,000	0,000	,001		,047	,955	0,000	,000	0,000	0,000	,000	,000	,000	,021	,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	N	898	305144	216603	379866	266053	190828	31168	1431	217580	258207	318176	309590	349630	349668	178297	372977	290487	290487	290487
KOGUKASV	Korrelatsioon	,058	-,002	,171"	,004	1	,017"	,012"	-,080	,002	-,018"	,000	,001	,000	,000	,003	,001	,000	-,007"	,007"
	Olulisustõenäosus	,165	,325	0,000	,047		,000	,042	,017	,446	,000	,988	,681	,997	,999	,270	,565	,839	,004	,002
	N	582	215663	221687	266053	273473	195319	30218	898	146612	203893	225572	219148	246401	246267	148392	270562	196881	196881	196881
PVKASV	Korrelatsioon	,057	-,001	,001	,000	,017"	1	,004	-,069	,003	-,007"	,000	,000	,000	,000	,000	-,004	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus	,206	,718	,702	,955	,000		,494	,057	,251	,008	,990	,988	,993	,991	,980	,077	,926	,818	,835
	N	492	170338	175841	190828	195319	195319	26509	753	110105	156044	178475	174007	186810	186755	124052	193594	142637	142637	142637
InEELDIV	Korrelatsioon	,297"	,559"	-,009	,663"	,012"	,004	1	,428"	,682"	,565"	,000	,022"	,007	,001	-,003	,210"	,052"	-,161"	,156"
	Olulisustõenäosus	,001	0,000	,122	0,000	,042	,494		,000	0,000	0,000	,985	,000	,243	,927	,611	,000	,000	,000	,000
	N	112	29900	29181	31168	30218	26509	31186	191	23915	29976	30158	29890	31141	31139	22452	30682	22806	22806	22806
InEELOMA	Korrelatsioon	,747"	,182"	-,049	,275"	-,080	-,069	,428"	1	,292"	,376"	,001	,051	,007	-,001	,043	,028	,000	-,195"	,190"
	Olulisustõenäosus	,000	,000	,172	,000	,017	,057	,000		,000	,000	,972	,075	,787	,961	,280	,299	0,000	,000	,000
	N	124	1252	791	1431	898	753	191	1450	928	741	1276	1228	1373	1373	637	1376	908	908	908
InARKASUM	Korrelatsioon	,438"	,666"	,008"	,725"	,002	,003	,682"	,292"	1	,666"	,004	,011"	,001	,004	,012"	,147"	,027"	-,130"	,126"
	Olulisustõenäosus	,000	0,000	,002	0,000	,446	,251	0,000	,000		0,000	,116	,000	,543	,079	,000	0,000	,000	0,000	0,000
	N	557	203230	131837	217580	146612	110105	23915	928	217689	154529	195166	191092	217632	217591	107368	214273	164008	164008	164008
InEELKASUM	Korrelatsioon	,327"	,559"	-,018"	,787"	-,018"	-,007"	,565"	,376"	,666"	1	-,001	,004	-,002	-,002	,007"	,291"	,031"	-,118"	,112"
	Olulisustõenäosus	,000	0,000	,000	0,000	,000	,008	0,000	,000	0,000		,556	,067	,259	,431	,004	0,000	,000	0,000	0,000
	N	680	224376	180376	258207	203893	156044	29976	741	154529	258322	229426	224634	249258	249216	151302	254512	198338	198338	198338

Lisa 7. Mudeli InOMASUM korrelatsioonimaatriks, järg.

		InOMAS UM	InKÄIVE	KÄIVEK ASV	InKOGU VARA	KOGUK ASV	PVKASV	InEELDI V	InEELO MA	InARKA SUM	InEELK ASUM	VÕLAK ORD	LVKK	ROE	ROA	RISK	VANUS	OMRKO V	OMEES TI	OMVÄLI S
VOLAKORD	Korrelatsioon	,024	-,001	,000	-,033	,000	,000	,000	,001	,004	-,001		1	,000	,000	,831	,000	,000	,001	-,001
	Olulisustõenäosus	,499	,495	,962	,000	,988	,990	,985	,972	,116	,556		,967	,994	0,000	,989	,929	,879	,547	,566
	N	830	281807	199802	318176	225572	178475	30158	1276	195166	229426	318269	309671	310425	310452	165462	313319	245361	245361	245361
LVKK	Korrelatsioon	,052	-,004	,000	,009	,001	,000	,022	,051	,011	,004	,000	1	,000	,000	,000	-,002	-,001	-,004	,004
	Olulisustõenäosus	,134	,064	,931	,000	,681	,988	,000	,075	,000	,067	,967		,985	,997	,991	,392	,700	,056	,039
	N	817	277058	196110	309590	219148	174007	29890	1228	191092	224634	309671	309677	302811	302837	162590	304954	239334	239334	239334
ROE	Korrelatsioon	,001	,002	,000	,014	,000	,000	,007	,007	,001	-,002	,000	,000	1	,377	,000	,001	,000	-,001	,000
	Olulisustõenäosus	,980	,235	,984	,000	,997	,993	,243	,787	,543	,259	,994	,985		0,000	,997	,574	,937	,793	,806
	N	872	303840	214217	349630	246401	186810	31141	1373	217632	249258	310425	302811	350011	349733	178444	344250	268749	268749	268749
ROA	Korrelatsioon	-,001	,003	,000	,004	,000	,000	,001	-,001	,004	-,002	,831	,000	,377	1	,000	,002	,000	,000	,000
	Olulisustõenäosus	,973	,059	,978	,021	,999	,991	,927	,961	,079	,431	0,000	,997	0,000		,997	,369	,987	,860	,852
	N	872	303781	214116	349668	246267	186755	31139	1373	217591	249216	310452	302837	349733	349771	178331	344022	268581	268581	268581
RISK	Korrelatsioon	-,033	,001	,068	,010	,003	,000	-,003	,043	,012	,007	,000	,000	,000	,000	1	-,005	-,001	-,004	,004
	Olulisustõenäosus	,417	,769	,000	,000	,270	,980	,611	,280	,000	,004	,989	,991	,997	,997		,047	,840	,167	,125
	N	594	159864	134319	178297	148392	124052	22452	637	107368	151302	165462	162590	178444	178331	178535	177307	135914	135914	135914
VANUS	Korrelatsioon	,048	,250	-,003	,264	,001	-,004	,210	,028	,147	,291	,000	-,002	,001	,002	-,005	1	,053	,015	-,040
	Olulisustõenäosus	,163	0,000	,210	0,000	,565	,077	,000	,299	0,000	0,000	,929	,392	,574	,369	,047		,000	,000	,000
	N	862	301015	219885	372977	270562	193594	30682	1376	214273	254512	313319	304954	344250	344022	177307	403531	314053	314053	314053
OMRKO	Korrelatsioon	,046	,048	,000	,058	,000	,000	,052	,0	,027	,031	,000	-,001	,000	,000	-,001	,053	1	-,156	-,014
	Olulisustõenäosus	,173	,000	,868	,000	,839	,926	,000	0,000	,000	,000	,879	,700	,937	,987	,840	,000		0,000	,000
	N	862	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101
OMEESTI	Korrelatsioon	-,108	-,160	-,010	-,138	-,007	,001	-,161	-,195	-,130	-,118	,001	-,004	-,001	,000	-,004	,015	-,156	1	-,959
	Olulisustõenäosus	,002	0,000	,000	0,000	,004	,818	,000	,000	0,000	0,000	,547	,056	,793	,860	,167	,000	0,000		0,000
	N	862	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101
OMVÄLIS	Korrelatsioon	,088	,151	,011	,126	,007	-,001	,156	,190	,126	,112	-,001	,004	,000	,000	,004	-,040	-,014	-,959	1
	Olulisustõenäosus	,010	0,000	,000	0,000	,002	,835	,000	,000	0,000	0,000	,566	,039	,806	,852	,125	,000	,000	0,000	
	N	862	234462	160293	290487	196881	142637	22806	908	164008	198338	245361	239334	268749	268581	135914	314053	314101	314101	314101

** Korrelatsioon on oluline tasemel 0,01.

* Korrelatsioon on oluline tasemel 0,05.

c. Ei ole võimalik arvutada.

Allikas: (Äriregistri andmebaas 2013); autori arvutused.

SUMMARY

DIVIDEND POLICY IN ESTONIAN ENTERPRISES

Jaanus Kariler

Dividends and other distributions regularities and theories have been examined by economists more thoroughly since the middle of the last century. But these studies have been performed mostly in developed Western countries, where long history of dividends has supported it. The main research problem has been the question whether and how dividend policy affects the value of the company and wealth of the owners and which factors affect dividend policy. Dividend-related researches based on Estonian companies have been made considerably less compared to developed countries. The main reason for this is short history of contemporary business activity in Estonia, the beginning of which can be regarded as early 1990s. Year by year, with the growth of Estonian entrepreneurship, the increasing number of companies have started to pay dividends and make other distributions to owners, allowing more thoroughly analyze dividend policy of Estonian companies. The main reason for choice of current thesis topic is existence of few studies about dividend policy in Estonia and secondly, dividends and other distributions significance in companies' cash flows have been increased. Therefore importance of dividend policy is increased and dividend-related decisions have become an important part of companies' management process.

Aim of this thesis is ascertainment the major factors affecting dividend policy of Estonian companies. In current research dividend policy includes also aspects of other ways of distributions. In the analysis process main factors being used is taken from companies' financial statements, in lesser extent have been involved non-financial factors.

To accomplish the aim, the following main research tasks were set:

- systematize theoretical viewpoints of dividend policies and theories as well as investigation of general characteristics of dividends;
- analyze factors of dividend policy, based on existing studies;
- analyze dividend payments and other ways of distributions;
- analyze dividend payments dynamics of Estonian companies during the period 2000–2011, based on aggregated data;
- perform descriptive statistics, correlation and regression analysis of Estonian companies in period 2008–2011, based on company level data;

Current thesis is divided into two main chapters, the first analyze theoretical aspects of dividend policy and the second part consists of empirical analysis. The first chapter deals with the theoretical bases of dividend policy, explains the decision stages which must be completed before dividend decisions. Chapter includes also overall objectives, principles and terminology of dividend policy and common theories of dividend policy. In addition have been analyzed ways of dividend payment and their alternatives, outlining advantages and disadvantages. Companies' internal and external factors affecting the dividend policy are dealt as well.

The empirical part is divided into four subchapters, the first includes analysis of dividend changes and trends of Estonian companies in the past few years. For analysis have been used aggregated data from Estonian Statistical Office Database, examined period 2000–2011. Analysis includes also study about the payment of dividends in different sectors of the economy in period 2005–2011. As dividends are declared and usually also paid out during the year following the particular financial year, dividends are compared to previous year financial data.

Purpose of other three empirical subchapters is to perform descriptive statistics analysis as well as correlation and regression analysis of Estonian companies in period 2008–2011, based on company level data. Analyzed period is relatively short due to absence of data - exact dividend amounts in cash flow statements are available since 2008. For analysis has been used data from Estonian Commercial Register. Both dividends and

repurchase of own shares are analyzed in these chapters, which is main difference compared with earlier similar studies about dividend policy in Estonia.

Analyzing aggregated data of Estonian companies in period 2000–2010 was found that dividends are much less volatile than net profits, which is in accordance with theory of dividend policy. In addition, it was found that dividends generally tend to follow the profits, which is also in line with the theory. More visible was this link until 2009, in period 2009–2010 increase of dividends was low, despite of significant increase of profits. This can be explained with companies' tendency to change dividend policy on a long-term prognosis - due to uncertainty in 2010 companies decided not to increase dividends. In dividends comparison with equity was found that since 2006 the ratio has been in constant decline, which can be attributed to the economic crisis in 2008–2009. Similarly to dividends and net income ratio was pointed out same trend also in dividend and liquid reserves ratio in years 2000–2010 - dividends tends to follow liquid reserves. Aggregate dividends constituted a relatively stable share (21%–33%) of the aggregate liquid reserves. However, after year 2007 could be observed decline in ratio, the likely reason was necessity to accumulate higher liquid funds due to recent crisis.

Next analysis was performed to examine distribution and dynamics of dividends between economic sectors, based on aggregated data in years 2005–2011. Four major economic sectors by the dividend volume were: electricity, gas, steam and air conditioning supply; wholesale and retail trade, repair of motor vehicles and motorcycles; information and communications; professional-, scientific- and technical activities - these sectors constituted 58% of total dividends. For measure volatility of dividends was used standard deviation of dividend changes. By the analysis standard deviation of dividends of Estonian companies was 23%, the same indicator for U.S. companies was 19%. This shows that Estonian companies change dividends in somewhat greater extent than U.S. firms. The average dividend payout ratio of economic sectors in Estonia was 36%, U.S. companies' average was 55%, and European companies 45%. Reason of Estonian companies' lower payout ratio may be Estonian tax system which promotes reinvestment of profit.

For analyzing determinants of distribution on company level, Estonian Commercial Register data were used. All companies were included into the sample, assuming that all

of these have sufficient data for analysis, total of 32,445 distributions analyzed in period 2008–2011.

The analysis showed that stock repurchase is not common payout method in Estonia. In 2008 share repurchases constituted approximately 7% of total payouts. For example, in U.S. since 2005 repurchases have exceeded the amounts paid as dividends. Proportion of companies in Estonia using repurchase has been also quite low - on average 4% of total companies in period 2008–2011.

Payout ratio analysis indicated that during the period 2007–2010 most ratios (in 62% cases) were in the range of 0%–100%, which can be considered as a logical, because current year profit is expected to be an important factor of dividend payments. 13% payout ratios were negative and 25% of cases over 100%. Payout ratios have been calculated by comparing particular year dividends with previous year net income, therefore the period differs from years in previous sections.

By sector analysis, based on company level data, highest medians of payout ratios were in the following sectors: health care (80%), education (76%) and information and communication (70%) sectors. Lowest ratios sectors were in agriculture (27%) and in real estate (39%). Analysis between payout ratio and ages of companies showed some similarities with company life cycle theory - in early years companies pay less dividends compared to later years. Arithmetic average of payout ratio showed some links with the theory, while link of payout ratio median with age of the companies was considerably weaker. Unlike payout ratios, the percentage of companies paid dividends showed quite clearly similarity with the theory. Lowest percentage was in one-year-old companies - only 3.7% of them paid dividends, highest percentage was in 17-year-old companies - dividends paid 13.1% of them.

In current study have been analyzed changes of payout ratios as well. Dividend payout ratio in period 2007–2010 decreased in 48.0% cases and increased in 50.8% cases. A significant part of the decreased ratios can be explained by the recession years. In 1.2% cases payout ratio did not change, this constituted largest part of all ratios. The latter has been also observed in similar studies based on foreign companies.

For further study of Commercial Register data was used correlation and regression analysis. For dependent variables were selected dividend amounts, different dividend-related ratios and amounts of repurchase of own shares. The independent variables were mostly various financial indicators and ratios from firms' balance sheets, income statements and cash flow statements, in addition were used some non-financial indicators.

Analyzing different dividend-related regression models was concluded that the best one was the model with logarithm of dividend amount as dependent variable. The factors influencing the dividend amounts were: total assets, return on assets, dividends paid in previous period and net profit for the year. All these factors had positive effect on dividend amounts. In addition, an important factor was also debt to equity ratio, which had negative impact on dividend payments - higher debt to equity ratio caused lower dividend amount.

Analysis of model where dependent variable was repurchase of own shares showed the following. Positive impact had amounts of repurchase of own shares paid in previous period. Total assets growth rate affected payouts negatively - higher rate caused lower payouts. This can be explained by the life cycle theory of companies - in development phase of the company's payout options are limited. Negative impact on payouts had current ratio as well, but the direction of the link was opposite to expected - the higher liquidity should affect payouts in a positive direction. However, this connection was relatively weak and therefore this factor can be considered as rather insignificant.

To summarize - many of the empirical results were in consistent with the theory of dividend policy. In addition, numbers of similarities was found between Estonian and U.S. corporate dividend policy. However, several factors pointed to rather early stage of development of Estonian companies' dividend policy, which can be explained by short history of private entrepreneurship compared to developed countries.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Jaanus Kariler
(*autori nimi*)
(sünnikuupäev: 01.10.1968)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose
Dividendipoliitika Eesti ettevõtetes,
(*lõputöö pealkiri*)

mille juhendaja on dotsent Priit Sander,
(*juhendaja nimi*)

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 21.05.2013